

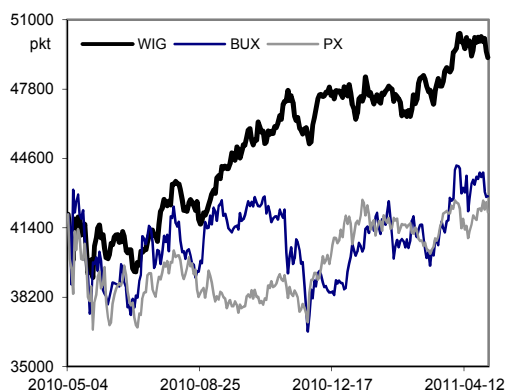
6 maja 2011

Opracowanie cykliczne


Rynek akcji
Makroekonomia

WIG	49 267
Średnie P/E 2011	13,4
Średnie P/E 2012	11,4
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	997 mln PLN

WIG na tle indeksów w regionie



Zespół Analiz:

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

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

Kamil Kliszcz
(+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@dibre.com.pl

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

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

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

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

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

Komentarz makroekonomiczny
Makroekonomiści BRE Banku

Przegląd miesięczny

Maj 2011

Rynek akcji

Podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do rynku akcji. Ani sytuacja makroekonomiczna, ani wyniki spółek nie uzasadniają silniejszej przeceny indeksów. Ewentualne korekty w trendzie wzrostowym powinny być wykorzystywane do kupna akcji, szczególnie w obszarze małych i średnich spółek, których wyceny naszym zdaniem nadal są atrakcyjne.

Ze spółek

Finanse. Spodziewamy się dobrych wyników za 1Q 2011, przede wszystkim po PKO oraz PZU. Ponadto zwracamy uwagę na poprawę rentowności w KRB oraz silny przyrost kredytów w BSK. Z drugiej strony, zalecamy ostrożną politykę inwestycyjną odnośnie walorów GTN oraz MIL.

Paliwa. Słaby jakościowo kwartał Orlenu potwierdził, że aktualne warunki makro nie sprzyjają rafineriom. Jest to również sygnał ostrzegawczy przed publikacją wyników Lotosu. Lepiej prezentować powinno się PGNiG, które poszerzy marżę na wydobyciu.

Energetyka. Najciekawszą inwestycją w sektorze powinny być akcje Tauronu, który może pochwalić się relatywnie najlepszymi wynikami za 1Q. Słabych rezultatów i pogorszenia sentymentu oczekujemy z kolei po koncernie CEZ.

Telekomunikacja. Wyniki operacyjne za 1Q zarówno Netii, jak i TP, nie zachwycają. W przypadku Netii pozytywnie na kurs może działać prawdopodobny skup akcji własnych – naszym zdaniem powinno się wykorzystać go do zmniejszenia zaangażowania.

Media. Spodziewamy się słabych wyników 1Q w sektorze, będących pokłosiem spowolnienia dynamiki odbicia na rynku reklamowym, a także gorszej kondycji rynku kinowego. Najciekawszą spółką wydaje nam się Agora. Podtrzymujemy neutralne nastawienie do Cyfrowego Polsatu i TVN.

Informatyczne. Spółki informatyczne zaliczą pierwszy kwartał do udanych. Szczególną uwagę należy naszym zdaniem zwrócić na bardzo dobre wyniki Asseco Poland oraz olbrzymią poprawę rezultatów w Sygnyty. Wśród dystrybutorów najwyraźniejszej poprawy wyników oczekujemy w AB.

Górnictwo i metale. Rynki surowcowe weszły w korektę. W przypadku Bogdanki oczekujemy, że nawet kontynuacja spadku cen węgla na świecie, przy silnie spadających zapasach surowca i dużym dyskoncie do cen importowych, będzie pozwalała na podwyżki cen w kraju. Zalecamy wykorzystywanie osłabienia kursu do kupna akcji kopalni.

Przemysł. Najlepsze perspektywy na sezon wyników mają Centrum Klima oraz Impexmetal. Rozczarowanie może przynieść Cersanit i Famur.

Budownictwo. Wybrane spółki wyceniane są atrakcyjnie. Oczekujemy na spadek konkurencji w branży, co pozwoliłoby na poprawę wyników firm w 2012 roku. Spółką o największym potencjale jest Mostostal Warszawa.

Deweloperzy. Zalecamy przeważanie sektora. Liczymy na wzrost sprzedaży na rynku pierwotnym, spadek stóp kapitalizacji dla obiektów komercyjnych i dobre wyniki finansowe spółek w 2012 roku.

Handel. Wyniki 1Q 2011 będą słabe, ale nie są istotne dla detalistów. Spodziewamy się dobrego 2Q dla branży ze względu m. in. na przesunięcie świąt na 2Q oraz efekt niskiej bazy 2010.

Rekomendacje. W raporcie miesięcznym obniżamy zalecenie inwestycyjne dla spółek: Budimex (Redukuj), Getin (Redukuj), J.W.C. (Trzymaj), PGE (Akumuluj).

Spis treści

1. Rynek akcji	4
2. Makroekonomia	6
3. Aktualne rekomendacje DI BRE	8
4. Statystyki rekomendacji	9
5. Banki	10
5.1. Getin	11
5.2. Handlowy	12
5.3. ING BSK	13
5.4. Kredyt Bank	14
5.5. Millennium	15
5.6. Pekao	16
5.7. PKO BP	17
6. Ubezpieczyciele.....	19
6.1. PZU.....	19
7. Paliwa, chemia	20
7.1. Ciech	21
7.2. Lotos	22
7.3. PGNiG	23
7.4. PKN Orlen	24
7.5. Police.....	26
7.6. ZA Puławy	26
8. Energetyka	27
8.1. CEZ	28
8.2. Enea	29
8.3. PGE.....	30
8.4. Tauron	31
9. Telekomunikacja	32
9.1. Netia	32
9.2. TP SA	33
10. Media	35
10.1. Agora	35
10.2. Cinema City	37
10.3. Cyfrowy Polsat.....	38
10.4. TVN	40
11. IT	42
11.1. AB.....	43
11.2. Action.....	44
11.3. ASBIS	45
11.4. Asseco Poland	46
11.5. ComArch.....	48
11.6. Sygnity	49
12. Górnictwo i metale	51
12.1. KGHM	51
12.2. LW Bogdanka	52
13. Przemysł	53
13.1. Astarta	54
13.2. Boryszew	55
13.3. Centrum Klima	57
13.4. Cersanit	58
13.5. Famur	59
13.6. Impexmetal	60
13.7. Kernel	61
13.8. Kęty.....	63
13.9. Kopex	65
13.10. Mondi	66
14. Budownictwo	67
14.1. Budimex	68
14.2. Elektrobudowa	70
14.3. Erbud	71
14.4. Mostostal Warszawa.....	72
14.5. PBG	73
14.6. Polimex Mostostal	75
14.7. Rafako	76
14.8. Trakcja Polska	77
14.9. Ulma Construcccion Polska	78
14.10. Unibep	79
14.11. ZUE.....	80



15. Deweloperzy	81
15.1. BBI Development	82
15.2. Dom Development	83
15.3. Echo Investment	84
15.4. GTC	86
15.5. J.W. Construction.....	87
15.6. P.A. Nova.....	88
15.7. Polnord	89
15.8. Robyg	90
16. Handel	91
16.1. Eurocash	95
16.2. LPP	96
16.3. NG2	97
16.4. Vistula	98

Rynek akcji

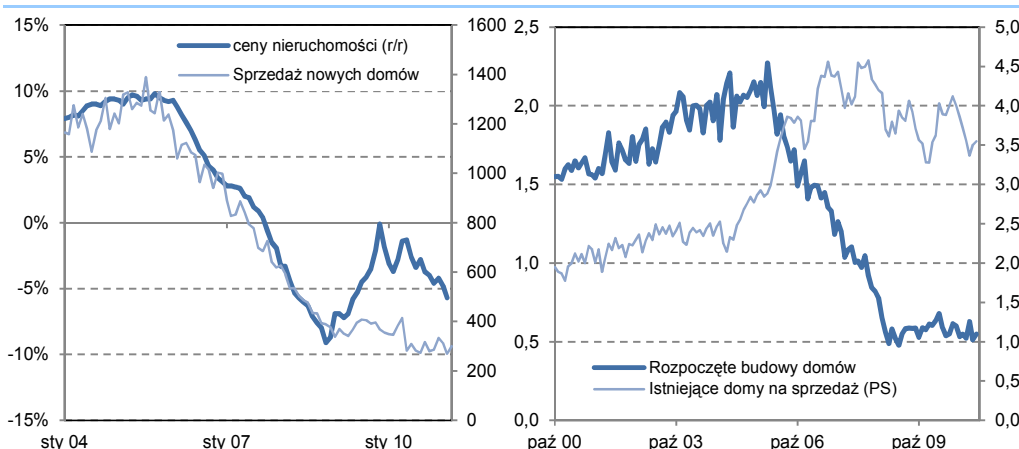
W maju OFE dostaną już obniżoną składkę, w TFI brakuje nowych środków, a na rynku prowadzone są kolejne oferty pierwotne i wtórne. Powoduje to, że warszawska giełda stała się bardziej niż dotychczas zależna od przepływu kapitału zagranicznego. Ten wbrew naszym oczekiwaniom nie skierował się na rynki wschodzące, ale – głównie za sprawą nadal lepszych niż oczekiwano wyników w USA – powrócił na rynki rozwinięte. Pomimo, że indeksy WIG i WIG20 zakończyły kwiecień wzrostami (odpowiednio: 2,6% i 3,4%), to ten ostatni nie osiągnął zakładanego przez nas poziomu 3000 pkt. (maks: 2942). Zwracamy jednak uwagę, że, za sprawą umocnienia PLN, z perspektywy inwestorów zagranicznych, a szczególnie kapitału „dolarowego”, indeks największych spółek osiągnął poziom najwyższy od września 2008, w samym kwietniu zwiększył o 8,3%. Podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do rynku akcji. Ani sytuacja makroekonomiczna, ani wyniki spółek, nie uzasadniają silniejszej przeceny indeksów. Ewentualne korekty w trendzie wzrostowym powinny być wykorzystywane do kupna akcji, szczególnie w obszarze małych i średnich spółek, których wyceny naszym zdaniem nadal są atrakcyjne.

Spośród poszczególnych sektorów, w średnim okresie szczególnie atrakcyjnie prezentują się: handel (LPP, NG2 i Redan) oraz spółki eksponowane po stronie zaopatrzeniowej na wysokie ceny produktów agrarnych. W ich przypadku obserwowany spadek cen *soft commodities* na rynkach światowych powinien rozszerzać w przyszłości marże na produkcji, szczególnie, że w wielu przypadkach spółki te podwyższały ceny produktów. Powinny na tym korzystać m.in. AmRest, Wawel (cena cukru na rynkach światowych od szczytu obniżyła się o ponad 40%), CEDC. W przypadku handlu, nadal widzimy dynamiczny wzrost sprzedaży detalicznej w Polsce (marzec +9,4% r/r). Przed nimi bardzo dobry 2Q2011 (sezonowy wzrost vs. 1Q), gdzie z jednej strony niska baza 2010 (Smoleńsk, powódź, brak świąt) będzie łatwa do pobicia, z drugiej dalsza poprawa na rynku pracy będzie stymulowała większą skłonność do zakupów. Spółki odzieżowe korzystają na umocnieniu PLN zarówno w stosunku do USD (niższe koszty importu z Azji) z drugiej w stosunku do EUR (niższe czynsze wynajmu powierzchni sklepowej).

Rynek nieruchomości w USA nadal straszy

Wprawdzie marcowe dane są lepsze niż oczekiwania rynkowe, tym niemniej dane można uznać raczej za „ubijanie dna” a nie poprawę. W marcu liczba sprzedanych nowych domów wzrosła do 300 tys. (+11% m/m) a liczba domów sprzedanych na rynku wtórnym do 5,1 mln (z 4,9 w lutym). Liczba rozpoczynanych nowych budów oscyluje na poziomie 550 tys. Mediana ceny nowych domów jest o około 1/3 wyższa niż mediana cen na rynku wtórnym. Jak na razie ogranicza to liczbę nowych budów a deweloperzy oczekują na rozładowanie podaży niesprzedanych domów. Ta w ostatnich dwóch miesiącach znowu wzrosła, do poziomu 3,55 mln (z 3,37 mln). Najbardziej niepokojącym elementem jest jednak dalej obserwowany spadek cen nieruchomości. Wg danych Federal Housing Finance Agency Home Price Index ceny w lutym w ujęciu r/r obniżyły się o 5,7%, a wg danych S&P/Case-Shiller o 3,3%. Dalsze spadki cen mogą wywołać falę obaw o kolejne odpisy wartości hipotek w bankach.

Dane z amerykańskiego rynku nieruchomości



Źródło: Bloomberg

FED nadal utrzymuje politykę luzowania, ECB już w cyklu podwyżek, USD traci

Decyzja FED o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie, mimo takiego kroku ze strony ECB, nie była zaskoczeniem. Nie zmienia się również ocena gospodarki szczególnie w kontekście tego co w przyszłości będzie wpływało na decyzje FED. Nadal kluczem w ocenie jest rynek pracy i prędkość, z jaką wraca on w kierunku równowagi, przy

czyż FED będzie czekał na potwierdzenie poprawiających się danych a nie działał w oparciu o krótki horyzont czasowy. Prezes potwierdził, że zakupy aktywów zostaną zakończone do czerwca br. Potem suma bilansowa banku centralnego ma pozostawać przez „jakiś czas” na niezmienionym poziomie, poprzez rolowanie zapadających papierów. Późniejsze zacieśnianie polityki będzie odbywało się poprzez zaprzestanie rolowania zapadających papierów, nie podano jednak kiedy to nastąpi. Można więc oczekiwać, że po wygaśnięciu programu w czerwcu FED przedstawi ten termin, nie powinien natomiast odnosić się do stóp procentowych. Tu oczekiwania na początek cyklu są nadal niezmienne (2012). Tylko w przypadku destabilizacji oczekiwań inflacyjnych FED byłby skłonny zaryzykować wcześniejsze podwyżki nawet przy uwzględnieniu wysokiej stopy bezrobocia oraz zbliżającej się kontrakcji fiskalnej.

Inaczej prezentuje się sytuacja w Europie. Zgodnie z oczekiwaniami ECB podwyższyło stopy procentowe o 25pb. Z komunikatu wydanego po posiedzeniu, może wynikać, że wprowadzie ECB nie stwierdza początku cyklu podwyżek, ale wspomina o normalizacji stóp procentowych. Takie stwierdzenie można czytać tak, że ponieważ w opinii ECB stopa procentowa w wysokości 2% to poziom neutralny (pomiędzy polityką akomodacyjną i restrykcyjną), jeszcze w tym roku bank może dążyć do osiągnięcia tego poziomu. Biorąc pod uwagę zagrożenia dla strefy realnej wynikające m.in. z kłopotów krajów peryferyjnych oraz z sytuacji w Japonii i wynikających z tego problemów z zaopatrzeniem europejskich producentów, zapewne ECB poczeka z kolejnymi decyzjami jeszcze kilka miesięcy.

Konsekwencją różnej polityki monetarnej wymienionych banków centralnych jest silne osłabienie USD, któremu towarzyszy również przecena na rynkach surowcowych. Oznacza to złamanie dotychczasowej korelacji – słaby USD wzrost cen surowców. Może to tłumaczyć narastająca obawa inwestorów o zbliżający się czas, kiedy FED zaprzestanie dalszego dostarczania pieniądza na rynek, który był odpowiedzialny za obserwowane w ur. wzrosty cen na rynkach towarowych. W przypadku *soft commodities* dodatkową przyczyną może być również oczekiwany wzrost zbiorów po bardzo słabym ubiegłym roku.

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

Makroekonomia

Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna w marcu wzrosła o 9,4% w ujęciu rocznym, powyżej konsensusu (7,2%) i naszej prognozy (1,5% - obstawialiśmy tylko i wyłącznie jednorazowe spowolnienie z uwagi na efekty bazowe na żywności oraz meblach, RTV i AGD – co ciekawe, wystąpiły one tylko w niewielkim stopniu. Sprzedaż po wyłączeniu żywności, paliw i samochodów – choć nieznacznie osłabła – to pozostała w wyraźnym wzrostowym trendzie. Spowolnienie w sprzedaży detalicznej (czy też w dalszej kolejności – konsumpcji prywatnej), to na razie wyłącznie mit. Perspektywy dla sprzedaży detalicznej ze względu na poprawę sytuacji na rynku pracy (wzrost wynagrodzeń i zatrudnienia) pozostają dobre. W kolejnych miesiącach oczekujemy dynamiki sprzedaży na poziomach zbliżonych do 10% r/r. Patrząc na poszczególne kategorie sprzedaży detalicznej na pierwszy plan wysuwa się dynamika sprzedaży samochodów, gdzie w porównaniu do lutego sprzedaż wzrosła aż o 32,5% (!). Podobnie spektakularne – biorąc pod uwagę sezonowo stabilny (czytaj podyktowany terminem występowaniu Świąt Wielkanocnych) wzorec – wydają się wzrosty sprzedaży wygenerowane na żywności (+14,3% m/m...), sprzedaży w niewyspecjalizowanych sklepach (+15,6% m/m), prasy i książek (trudno uwierzyć w nagły wzrost czytelnictwa Polaków, porównanie dynamiki realnej i nominalnej sugeruje również, że nie jest to opóźniony wzrost związany z VATem), czy kategorii pozostałe (+26,8% m/m). Kompozycja sprzedaży stwarza poważny problem prognostyczny na następny miesiąc...szczególnie odnośnie kategorii pozostałe, która wygenerowała połowę wzrostu sprzedaży w ujęciu rocznym! Ciekawie przedstawia się sytuacja cenowa w sprzedaży detalicznej. Deflator całego agregatu sprzedaży wyraźnie przyspieszył do 4,3%, zaś w ujęciu bazowym podwoił się do 1,1% r/r. Obydwa deflatory można uznać za przejawiające wyraźną tendencję wzrostową.

Produkcja przemysłowa

Produkcja przemysłowa wzrosła w marcu 2011 roku o 7,0% wobec 10,7% r/r zanotowanych w lutym. Niższa dynamika produkcji przemysłowej po części wynika ze statystycznych efektów wysokiej bazy z roku poprzedniego (szczególnie widoczne w górnictwie), choć negatywnie zaskoczyło rosnące do tej pory dynamicznie przetwórstwo przemysłowe. Kolejne lepsze odczyty z gospodarki niemieckiej, i duża synchronizacja w bieżącym cyklu z gospodarką polską sugerują, że z diagnozą spowolnienia wzrostu gospodarczego w Polsce trzeba jeszcze poczekać. W świetle wciąż dobrych wskaźników koniunktury dla gosp. niemieckiej najbliższe 2-3 miesiące powinny charakteryzować się kontynuacją silnego trendu wzrostowego. Z tej perspektywy spadek produkcji można połączyć ze spadkiem zatrudnienia i wnioskować, że podstawową przeszkodą dla wzrostów były przesunięcia w okresie świątecznym (choć kanały transmisji w obu przypadkach są inne). Ryzykiem jest sytuacja w sektorze motoryzacyjnym, z możliwymi problemami w łańcuchu dostaw w związku z trzęsieniem ziemi i znacznym obniżeniem podaży energii elektrycznej.

Produkcja budowlana w marcu była o 24,2% wyższa niż w marcu ubiegłego roku. Wysokie wzrosty zanotowano zwłaszcza w dziale budowa obiektów inżynierii lądowej i wodnej (33,5% r/r) oraz w budownictwie specjalistycznym (35,6% r/r). Utrzymuje się nieco niższa dynamika budowy budynków (13% r/r), od początku roku zauważalna jest jednak pozytywna, wzrostowa tendencja w tym segmencie. Dynamika produkcji budowlanej utrzymuje się w pierwszych trzech miesiącach bieżącego roku na poziomie około 20% w ujęciu rocznym. Pomimo, że na taki wynik w dużym stopniu ma wpływ efekt bazy (mroźna zima sprzed roku) spodziewamy się utrzymania blisko 20% dynamiki w nadchodzących miesiącach (sugeruje to m. in. porównanie z 2009 r., gdzie odczyt z marca na tle odczytów ze stycznia czy lutego prezentuje się wyraźnie lepiej).

Ceny producentów zaskoczyły w górę, osiągając dynamikę 9,3% w ujęciu rocznym – najwyższą w historii badania. Podstawową siłą napędową cen producentów są ceny w przetwórstwie (+1,8% m/m), podczas gdy ceny w górnictwie i dostarczaniu mediów pozostały stabilne bądź odnotowały niewielkie spadki. Wśród cen w przetwórstwie prym wiodzie kategoria „wytworzenie koksu i produktów rafinacji ropy naftowej”, gdzie ceny w ujęciu miesięcznym wzrosły o ponad 8%. Z uwagi na dużą zmienność tej kategorii wolimy powoływać się na ceny w przetwórstwie w ujęciu bazowym (po wyłączeniu ww. kategorii), które wzrosły w marcu o 1,3% – dynamika pozostała tym samym wysoka, z jednej strony z uwagi na rekordowo wysokie oczekiwania cenowe producentów, z drugiej – i jest to determinanta wydawałoby się podstawowa – osłabienie złotego. Biorąc pod uwagę bardzo wysokie efekty bazowe z ubiegłego roku (wykres dla cen producentów w ujęciu bazowym spłaszcza te efekty, jako że były one związane przede wszystkim z rosnącymi cenami surowców) spadki cen producentów w najbliższych miesiącach są przesądzone. Uspokojenie na EURPLN a także trend boczny na rynkach surowców tylko potwierdzają ten scenariusz. Jedyną niewiadomą pozostaje presja na ceny płynąca z warunków popytowo-podażowych na krajowym rynku – jeśli są one natury kosztowej, znikną wraz ze wzrostem cen surowców.

Rynek pracy

W marcu dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw obniżyła się do 4,0% r/r z 4,1% r/r zanotowanych w lutym. Wynik okazał się niższy niż mediana oczekiwań. To obniżenie dynamiki rocznej wynagrodzeń to po części odzwierciedlenie wypłaszczenia trendu wzrostowego w sekcji przetwórstwo przemysłowe, które to zasygnalizowane zostało w poprzednich dwóch miesiącach. Na razie jest jednak zbyt wcześnie, aby spodziewać się wyraźnego spowolnienia dynamiki płac – w części przedsiębiorstw zwłaszcza tych największych o większym uzwiązkowieniu dopiero zaczynają się negocjacje płacowe. Realizacja tychże żądań skutkowałaby zwiększeniu rocznej dynamiki agregatu nawet o 1pp. Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w lutym o 4,1% w ujęciu rocznym oraz pierwszy raz od lutego 2010 roku spadło w ujęciu miesięcznym (o 0,1% m/m); brakowało zaledwie kilkudziesięciu osób, aby zatrudnienie spowolniło nawet do 4,0% w ujęciu rocznym. Zwykle takie anomalie nie mają miejsca w czasie dojrzałej fazy koniunktury. Niemniej jednak istnieją podstawy, aby sądzić, że część sezonowych spadków zatrudnienia nie została skompensowana wzrostami w handlu w związku z bardzo dużym przesunięciem Świąt Wielkanocnych. Tym samym spadek zatrudnienia byłby tylko sezonową anomalią. Hipoteza ta wymaga jednak weryfikacji na podstawie bardziej szczegółowych danych, a sam odczyt (miesięczny spadek liczby zatrudnionych) należy potraktować już na obecnym etapie jako ostrzeżenie; czerwone światelko zgaśnie dopiero po ewentualnych solidnych (efekt nadgania) wzrostach w kwietniu.

Inflacja

Roczny wskaźnik inflacji za marzec wystrzelił do poziomu 4,3% r/r z 3,6% zanotowanych w lutym. Oczekiwania analityków kształtowały się na poziomie 3,9% r/r. Zasadniczym powodem wzrostu inflacji jest wzrost cen żywności o 2,1% w skali miesięcznej, a wśród poszczególnych kategorii ceny cukru, które odpowiedzialne są za około połowę wzrostu cen żywności (a więc „dokładają” do całego wskaźnika CPI około 0,3pp.). Podkreślamy, że jest to wzrost cen, który pomimo iż powszechnie odczuwalny nie znalazł się w statystykach Gusowskich z poprzednich miesięcy. Ceny rosły również w takich kategoriach jak paliwa (+3,1% m/m) i ubrania i odzież (+3,1% m/m). Te ostatnie to przede wszystkim wpływ słabszego złotego. Znaczny wzrost zanotowano również w kategorii hotele i restauracje i kategorii inne (0,5% i 0,7% m/m odpowiednio). Inflacja bazowa wzrosła z 1,7% do 1,9-2,0%. W kolejnych miesiącach czeka nas stabilizacja/stopniowy wzrost inflacji. Powodem będą wyższe ceny żywności, ale i coraz wyraźniejsze wzrosty w pozostałych kategoriach. Inflacja ma szansę obniżyć się dopiero od maja/czerwca. Scenariusz ten warunkowany jednak będzie wysokością plonów i pogodą w nowym sezonie produkcji rolniczej, oraz trendami światowymi (na chwilę obecną niewiele wskazuje na możliwość spadków cen, więcej przesłanek można odnaleźć za stabilizacją lub co najwyżej lokalną korektą, gdyż dostosowanie podaży jest z reguły niepełne).

Rachunek obrotów bieżących

W lutym odnotowano zawężenie deficytu na rachunku obrotów bieżących do poziomu -685 mln EUR, mniej pozytywne od naszych szacunków. Dużą część błędu można wytłumaczyć jednak dość sporą rewizją ostatnich danych: tylko w lutym zrewidowano deficyt w obrotach bieżących w górę do 1334 mln EUR z 930 mln EUR, zaś na przestrzeni ostatnich 14 miesięcy deficyt... spadł o 234 mln EUR. Znaczna rewizja danych – zapowiedziana już zresztą przez NBP – nastąpi prawdopodobnie w czerwcu. Pewną nowością jest minimalne saldo błędów i opuszczeń na poziomie około 100 mln EUR (ostatnio takie poziomy widzieliśmy 3 lata temu). Przechodząc do poszczególnych składowych rachunku obrotów bieżących zauważalne jest przede wszystkim utrzymanie relatywnie niskiego deficytu na rachunku obrotów towarowych: w lutym wyniósł on 163 mln EUR zaś w styczniu odnotował 67 mln EUR deficytu (wobec 600 podanych wcześniej – to prawdopodobnie ta różnica poziomów zaważyła na całej naszej prognozie rachunku obrotów bieżących). Niski deficyt należy przede wszystkim łączyć z odwróceniem efektów substytucyjnych z końca poprzedniego roku. Widoczne jest to przede wszystkim na dynamikach eksportu i importu, które – co rzadko się zdarza – „spotykają się” już 2 miesiąc z rzędu. Przez najbliższe 2-3 miesiące taka tendencja może się utrzymywać.

Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Wzrost / Spadek	P/E 2011	P/E 2012	EV/EBITDA 2011	EV/EBITDA 2012
Banki										
GETIN	Redukuj	2011-05-06	14,13	12,70	14,13	-10,1%	15,6	12,1		
HANDLOWY	Trzy maj	2011-01-18	93,00	94,00	100,00	-6,0%	14,5	12,3		
ING BSK	Trzy maj	2011-01-18	840,50	850,00	893,00	-4,8%	13,0	11,8		
KREDYT BANK	Akumuluj	2011-01-18	15,44	17,40	17,40	0,0%	14,2	10,7		
MILLENNIUM	Redukuj	2011-03-03	5,59	5,10	5,53	-7,8%	15,0	11,1		
PEKAO	Trzy maj	2011-03-03	164,00	155,00	175,50	-11,7%	15,0	13,3		
PKO BP	Kupuj	2011-04-13	45,90	53,00	45,55	16,4%	13,2	10,7		
Ubezpieczyciele										
PZU	Akumuluj	2010-12-13	360,50	390,00	371,20	5,1%	12,9	11,7		
Paliwa, Chemia										
CIECH	Trzy maj	2011-04-08	29,20	30,10	26,70	12,7%	27,4	12,3	5,2	4,6
LOTOS	Sprzedaj	2011-01-18	38,49	28,40	44,91	-36,8%	11,6	6,2	6,5	5,3
PGNiG	Kupuj	2010-12-03	3,61	4,40	3,82	15,2%	13,0	10,8	6,5	4,9
PKN ORLEN	Sprzedaj	2011-03-16	50,00	41,60	52,60	-20,9%	13,0	12,2	7,1	6,9
POLICE	Sprzedaj	2011-04-07	12,80	9,70	14,96	-35,2%	13,0	23,3	7,9	10,2
ZA PUŁAWY	Trzy maj	2011-02-04	114,00	106,10	121,30	-12,5%	12,3	12,0	6,9	6,6
Energetyka										
CEZ	Trzy maj	2010-11-29	124,50	129,50	152,60	-15,1%	10,9	10,0	7,8	7,4
ENEA	Trzy maj	2011-03-03	22,10	21,43	19,20	11,6%	12,5	11,1	5,1	5,5
PGE	Akumuluj	2011-05-06	23,64	26,73	23,64	13,1%	11,7	10,5	6,0	6,1
TAURON	Kupuj	2010-09-13	5,56	8,87	6,01	47,6%	11,5	9,9	4,4	4,3
Telekomunikacja										
NETIA	Trzy maj	2011-01-18	5,15	5,40	5,44	-0,7%	19,4	15,2	4,5	4,1
TPSA	Trzy maj	2011-04-05	17,75	17,60	17,75	-0,8%	18,5	17,0	4,9	4,8
Media										
AGORA	Akumuluj	2011-01-03	26,10	28,90	24,55	17,7%	18,3	14,6	6,1	5,2
CINEMA CITY	Akumuluj	2011-03-03	36,06	42,90	37,00	15,9%	13,7	10,5	7,6	6,1
CYFROWY POLSAT	Trzy maj	2010-12-17	17,30	15,30	16,04	-4,6%	15,0	14,8	9,4	8,6
TVN	Trzy maj	2011-04-05	18,40	18,10	17,30	4,6%	21,1	15,0	10,8	8,6
IT										
AB	Akumuluj	2011-01-18	25,42	27,60	24,62	12,1%	7,8	8,9	6,5	6,7
ACTION	Akumuluj	2011-01-18	16,65	18,16	19,90	-8,7%	10,6	9,2	7,6	6,7
ASBIS	Akumuluj	2011-01-18	3,80	4,32	3,36	28,6%	9,0	5,5	5,6	4,2
ASSECO POLAND	Kupuj	2010-08-31	55,00	65,30	52,80	23,7%	10,7	10,0	6,0	5,5
COMARCH	Trzy maj	2011-01-18	88,95	88,00	94,50	-6,9%	17,5	14,9	7,6	6,4
SYGNITY	Akumuluj	2011-03-11	19,50	22,00	23,69	-7,1%	48,0	14,1	7,7	5,8
Górnictwo i Metale										
KGHM	Trzy maj	2011-03-24	179,20	188,50	184,50	2,2%	5,9	9,8	4,0	6,3
LW BOGDANKA	Akumuluj	2011-03-22	127,80	138,60	121,00	14,5%	14,8	10,2	7,4	5,2
Przemysł										
ASTARTA	Sprzedaj	2011-01-18	101,00	63,6	74,50	-14,6%	8,2	15,7	1,1	1,5
BORYSZEW	Akumuluj	2011-04-07	1,05	1,2	1,07	12,1%	18,2	14,3	9,6	7,7
CENTRUM KLIMA	Kupuj	2011-03-31	13,91	17,3	14,28	21,1%	12,2	9,9	7,8	6,4
CERSANIT	Redukuj	2011-05-02	12,27	10,7	11,70	-8,5%	22,1	16,1	11,0	9,0
FAMUR	Sprzedaj	2011-01-18	2,85	2,3	3,66	-37,2%	23,5	18,9	11,3	9,6
IMPEXMETAL	Kupuj	2011-03-18	4,67	5,9	4,95	19,2%	11,0	9,1	7,2	6,0
KERNEL	Akumuluj	2011-02-28	79,25	87,8	72,20	21,6%	10,0	9,5	7,5	6,3
KĘTY	Trzy maj	2011-05-02	131,20	135,0	132,00	2,3%	12,7	11,5	7,4	6,8
KOPEX	Redukuj	2011-01-18	17,40	15,9	19,79	-19,7%	17,9	15,6	8,5	7,7
MONDI	Akumuluj	2011-03-31	80,45	88,7	83,75	5,9%	10,4	11,0	7,2	7,7
Budownictwo										
BUDIMEX	Redukuj	2011-05-06	106,80	98,20	106,80	-8,1%	12,2	11,6	8,3	8,1
ELEKTROBUDOWA	Akumuluj	2011-03-03	158,00	178,60	168,00	6,3%	14,1	12,6	9,2	8,0
ERBUD	Akumuluj	2011-04-29	37,51	42,60	37,20	14,5%	15,6	10,2	9,0	6,0
MOSTOSTAL WAR.	Kupuj	2011-02-11	48,20	59,90	41,00	46,1%	14,2	10,5	5,8	4,5
PBG	Trzy maj	2011-03-28	181,80	180,90	160,30	12,9%	11,0	11,6	6,9	7,3
POLIMEX MOSTOSTAL	Akumuluj	2011-03-03	3,71	4,03	3,33	21,0%	12,2	9,4	6,9	5,9
RAFAKO	Akumuluj	2011-02-01	11,60	13,40	11,95	12,1%	14,8	13,6	8,3	7,6
TRAKCJA POLSKA	Trzy maj	2011-02-22	3,80	3,70	3,48	6,3%	11,2	9,4	7,2	6,1
ULMA CP	Trzy maj	2011-03-03	83,20	85,90	87,00	-1,3%	13,7	18,9	4,6	5,0
UNIBEP	Kupuj	2011-04-05	7,66	9,30	7,05	31,9%	12,0	6,3	8,8	4,6
ZUE	Kupuj	2010-11-24	14,50	19,30	12,74	51,5%	9,7	9,3	5,0	4,1
Deweloperzy										
BBi DEVELOPMENT	Kupuj	2011-03-08	0,44	0,53	0,44	20,5%	23,0	7,1	30,8	10,6
DOM DEVELOPMENT	Kupuj	2011-01-07	41,49	54,40	45,50	19,6%	13,5	8,6	12,5	6,5
ECHO	Kupuj	2011-04-05	4,94	6,17	5,16	19,6%	11,0	5,3	10,7	7,3
GTC	Akumuluj	2011-02-03	20,92	24,03	20,70	16,1%	7,8	5,3	9,8	7,6
J.W.C.	Trzy maj	2011-05-06	15,45	16,30	15,45	5,5%	8,7	11,4	7,7	10,7
PA NOVA	Kupuj	2011-01-07	30,89	40,40	30,90	30,7%	14,7	12,4	15,0	13,4
POLNORD	Kupuj	2011-01-07	32,20	43,50	31,69	37,3%	11,9	7,0	15,4	8,7
ROBYG	Kupuj	2011-01-07	1,86	2,59	2,07	25,1%	14,9	5,3	16,9	5,1
Handel										
EMPERIA	Zawieszona	2010-10-05	99,50	-	111,00	-	-	-	-	-
EUCOCASH	Kupuj	2011-02-04	30,50	37,40	32,90	13,7%	24,0	18,1	13,0	10,4
LPP	Akumuluj	2010-12-03	2 140,00	2 300,00	2 239,50	2,7%	18,0	15,2	10,2	9,0
NG2	Akumuluj	2011-02-23	59,55	63,00	59,50	5,9%	15,6	12,9	11,0	9,0
VISTULA	Trzy maj	2011-03-03	2,10	2,10	2,03	3,4%	21,9	10,8	9,1	7,2

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
BORYSZEW	Akumuluj		1,20	2011-04-07
CERSANIT	Redukuj	Redukuj	10,70	2011-05-02
CIECH	Trzymaj	Akumuluj	30,10	2011-04-08
ERBUD	Akumuluj	Kupuj	42,60	2011-04-29
KĘTY	Trzymaj	Akumuluj	135,00	2011-05-02
PKO BP	Kupuj	Kupuj	53,00	2011-04-13
POLICE	Sprzedaj	Sprzedaj	9,70	2011-04-07

Zamiany rekomendacji w Przeglądzie Miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
BUDIMEX	Redukuj	Trzymaj	98,20	2011-05-06
GETIN	Redukuj	Trzymaj	12,70	2011-05-06
J.W.C.	Trzymaj	Akumuluj	16,30	2011-05-06
PGE	Akumuluj	Kupuj	26,73	2011-05-06

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	5	23	17	15	0	1	6	13	9
procent	7,7%	7,7%	35,4%	26,2%	23,1%	0,0%	3,4%	20,7%	44,8%	31,0%

Banki

Marcowe statystyki sektora bankowego dla depozytów i kredytów

NBP opublikował neutralne statystyki dla sektora bankowego za marzec 2011. Depozyty silnie wzrosły o 3,7% M/M (YTD +3,9%) w konsekwencji znacznego przyrostu depozytów niemonetarnych instytucji finansowych (o 18 mld PLN M/M do 54 mld PLN). W naszej opinii wynika to z rozliczenia transakcji wezwania na akcje BZ WBK przeprowadzonego przez Santander. Skorygowany wzrost depozytów wyniósłby ok. 1,1% M/M i 1,3% YTD. Depozyty korporacyjne wzrosły 1,2% M/M (-6,5% YTD), a depozyty detaliczne o 0,8% M/M (+2,9% YTD). Kredyty ogółem pozostały prawie na niezmienionym poziomie, +0,5% M/M (+0,9% YTD). Kredyty korporacyjne wzrosły o 0,9% M/M (+2,8% YTD), a kredyty detaliczne przyrosły o 0,5% M/M (+0,4% YTD). W ramach kredytów detalicznych, kredyty mieszkaniowe zwiększyły się o 0,7% M/M (0,8% YTD), a kredyty niemieszkaniowe pozostały praktycznie na niezmienionym poziomie, -0,2% M/M (-0,1% YTD).

Z powodu większego wzrostu depozytów niż kredytów, wskaźnik kredyty/depozyty poprawił się o 312pb. M/M do 99,6%.

Marcowe statystyki odnośnie jakości kredytów w sektorze

Udział kredytów z utratą wartości w marcu 2011 zmniejszył się o 173pb. M/M do 8,4%. Wskaźnik poprawił się zarówno w segmencie detalicznym (-6pb. M/M do 7,5%), jak i w segmencie korporacyjnym (-53pb. M/M do 12,3%). W ramach kredytów detalicznych, jakość kredytów mieszkaniowych pogorszyła się nieznacznie (-3pb. M/M do 2,0), podczas gdy poprawiła się jakość kredytów niemieszkaniowych (-15pb. M/M do 14,7%).

Wycena BGŻ w IPO na poziomie 66-90 PLN na akcję

Cena sprzedaży akcji BGŻ w transakcji IPO została ustalona w przedziale 66-90 PLN za akcję. Oznacza to, że BGŻ został wyceniony na 2,85-3,88 mln PLN, czyli 1,14-1,56x 2010 P/BV. BGŻ w 2010 roku zarobił 122,2 mln PLN, co przełożyło się na rentowość kapitałów własnych na poziomie 4,6%.

W IPO zostanie zaoferowanych do 16 mln akcji (37,2%) należących do Skarbu Państwa, z czego 25% zostanie zaoferowanych inwestorom indywidualnym (z możliwością zwiększenia do 30%).



Getin (Redukuj)

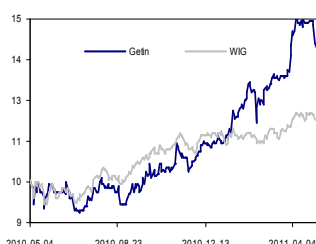
Cena bieżąca: 14,13 PLN Cena docelowa: 12,7 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-06

(m ln PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	977,5	1 273,5	30,3%	1 635,0	28,4%	1 959,9	19,9%	Liczba akcji (mln)	713,8
Marża odsetkow a	2,9%	3,1%		3,5%		3,7%		MC (cena bieżąca)	10 085,8
WNDB	2 094,4	2 521,3	20,4%	2 862,3	13,5%	3 288,4	14,9%	Free float	44,3%
Wynik operacyjny*	1 199,9	1 544,9	28,8%	1 745,8	13,0%	2 011,9	15,2%		
Zysk brutto	357,5	485,2	35,7%	874,4	80,2%	1 132,1	29,5%		
Zysk netto	276,0	421,1	52,6%	652,4	54,9%	850,0	30,3%		
ROE	7,4%	10,2%		14,1%		15,6%		Zmiana ceny: 1m	-3,5%
P/E	36,5	24,0		15,7		12,1		Zmiana ceny: 6m	26,2%
P/BV	2,6	2,3		2,0		1,7		Zmiana ceny: 12m	2,7%
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	15,3
Dyld (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	9,3

* przed kosztami rezerw



Obniżamy naszą rekomendację na walory Getin Holdingu do redukuj z trzymaj. Choć nasza prognoza zysków na 2011 na poziomie 647 mln PLN jest niedoszacowana, ponieważ nie uwzględnia zysku ze sprzedaży i rewaluacji akcji Open Finance (ok. 650 mln PLN jednorazowego zysku, który zostanie zaksięgowany w 2Q 2011). Uważamy że na poziomie zysków powtarzalnych spółka jest relatywnie droga. Getin Holding jest notowany na wskaźniku 2011 P/E na poziomie 15,7x, czyli 10% powyżej średniej dla spółek porównawczych. Ponadto uważamy, że wyniki za 1Q 2011 nie przyniosą poprawy marży odsetkowej, a spadek kosztu ryzyka będzie marginalny.

Zysk ze sprzedaży Open Finance zostanie wykazany w wynikach za 2Q 2011

Łukasz Chojnacki, Wiceprezes Getin Holding, poinformował, że transakcja sprzedaży akcji Open Finance przez Getin Noble Bank będzie wykazana w wynikach Getin Noble Banku i Getin Holdingu za 2Q 2011. Choć sprzedaż i przydział akcji miało miejsce w marcu 2011, sama rejestracja podwyższenia kapitału Open Finance nastąpiła dopiero na początku kwietnia 2011. Szacujemy, że wpływ powyższej transakcji na zysk netto Getin Noble Banku i Getin Holdingu wyniesie łącznie (sprzedaż oraz rewaluacja) ok. 650 mln PLN. Nasza prognoza roczna zysku netto dla Getin Holdingu na poziomie 647 mln PLN nie uwzględnia powyższej transakcji jednorazowej.



Handlowy (Trzymaj)

Cena bieżąca: 100 PLN

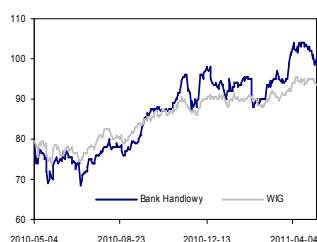
Cena docelowa: 94 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkow y	1 505,4	1 497,5	-0,5%	1 510,2	0,8%	1 606,5	6,4%	Liczba akcji (mln)	130,7
Marża odsetkow a	3,8%	4,0%		3,8%		3,8%		MC (cena bieżąca)	13 066,0
WNDB	2 418,4	2 563,4	6,0%	2 647,9	3,3%	2 822,8	6,6%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	1 200,6	1 184,4	-1,4%	1 273,0	7,5%	1 401,6	10,1%		
Zysk brutto	655,3	942,6	43,8%	1 129,1	19,8%	1 331,5	17,9%		
Zysk netto	504,4	754,8	49,6%	903,3	19,7%	1 065,2	17,9%		
ROE	8,5%	11,9%		13,4%		14,9%		Zmiana ceny: 1m	-2,6%
P/E	25,9	17,3		14,5		12,3		Zmiana ceny: 6m	9,1%
P/BV	2,1	2,0		1,9		1,8		Zmiana ceny: 12m	35,1%
DPS	0,0	3,8		5,7		4,8		Max (52 tyg.)	104,0
Dyid (%)	0,0	3,8		5,7		4,8		Min (52 tyg.)	68,5

* przed kosztami rezerw



Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj na walory Handlowego, chociaż uważamy że obecna wycena ING BSK jest bardziej atrakcyjna. Chociaż Handlowy jest notowany na wskaźniku 2011 P/E na poziomie 14,5x (nadal z dywidendą za 2010, której stopa wynosi 5,7%) na równi ze średnią dla sektora, oznacza to 12% premii do wyceny ING BSK (po skorygowaniu obu kursów o dywidendę za 2010, premia Handlowego w stosunku do ING BSK wynosi ok. 7%). W naszej opinii, potencjał poprawy kosztu ryzyka w segmencie korporacyjnym jest już odzwierciedlony w bieżącej wycenie Handlowego, podczas gdy bank może borykać się w tym roku z dostarczeniem atrakcyjnego przyrostu przychodów (szczególnie po stronie wyniku odsetkowego). Oczekujemy, że przychody ogółem w 2011 wzrosną tylko o 4% R/R.

Handlowy liczy na ponad 10% wzrost kredytów w 2011

Wiceprezes Handlowego, Witold Zieliński, powiedział w TVN CNBC, że bank liczy przynajmniej na 10% wzrost akcji kredytowej banku w tym roku, nawet pomimo trudnych warunków rynkowych. Dodał, że bank oczekuje stabilizacji wskaźnika kredyty/depozytów, czyli równomiernego wzrostu kredytów i depozytów. W końcu, poinformował, że celem banku jest utrzymanie wysokiej marży odsetkowej. W naszych prognozach zakładamy, że w 2011 kredyty wzrosną o 14% R/R, a depozyty o 5% R/R. Przełoży się to na wzrost wskaźnika kredyty/depozytów o 5,0pp. z 59,6% do 64,6%. W naszej opinii, wskaźnik kredyty/depozytów jest na tak niskim poziomie (najniższy wśród banków przez nas analizowanych), że bank nie potrzebuje znacznego przyrostu depozytów. Uważamy, że Handlowemu będzie bardzo trudno utrzymać marżę odsetkową z 2010 na poziomie 4,0%. Negatywnie wpływać na nią będzie niższa rentowność na obligacjach (przez środowisko rosnących stóp procentowych) oraz presja na marżę kredytową.

Rezygnacja Członka Rady Nadzorczej

Handlowy poinformował, że w dniu 14 kwietnia Sanjeeb Chaudhuri, Przewodniczący Rady Nadzorczej złożył rezygnację z pełnionej funkcji.

Walne Handlowego ma zdecydować o dywidendzie 1 czerwca

Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy Handlowego, które odbędzie się 1 czerwca 2011, ma zdecydować o wypłacie dywidendy z zysku banku za 2010. Zarząd rekomenduje 5,72 PLN na akcję (stopa wypłaty dywidendy 98%, stopa dywidendy 5,7%). Proponowany dzień dywidendy to 16 czerwca, a dzień wypłaty dywidendy to 29 lipca 2011. Informacja zgodna z wcześniejszymi doniesieniami. Nie oczekujemy, aby w trakcie Walnego rekomendacja Zarządu została zmieniona.



ING BSK (Trzymaj)

Cena bieżąca: 893 PLN

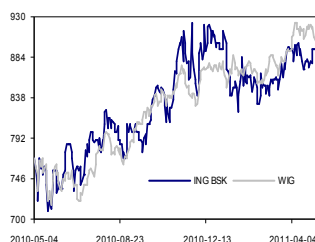
Cena docelowa: 850 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	1 402,5	1 627,6	16,0%	1 733,0	6,5%	1 816,4	4,8%	Liczba akcji (mIn)	13,0
Marża odsetkowa	2,2%	2,6%		2,7%		2,7%		MC (cena bieżąca)	11 617,9
WNDB	2 474,0	2 682,5	8,4%	2 868,5	6,9%	3 000,1	4,6%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	976,5	1 096,5	12,3%	1 258,6	14,8%	1 337,6	6,3%		
Zysk brutto	724,1	934,1	29,0%	1 120,1	19,9%	1 234,7	10,2%		
Zysk netto	580,8	753,1	29,7%	896,1	19,0%	987,8	10,2%		
ROE	12,8%	14,3%		14,9%		14,9%		Zmiana ceny: 1m	-0,1%
P/E	20,0	15,4		13,0		11,8		Zmiana ceny: 6m	-0,7%
P/BV	2,4	2,1		1,8		1,7		Zmiana ceny: 12m	23,9%
DPS	0,0	0,0		15,0		31,0		Max (52 tyg.)	922,0
Dywid (%)	0,0	0,0		1,7		3,5		Min (52 tyg.)	710,0

* przed kosztami rezerw



Chociaż ING BSK zaraportował wzrost zysku netto o 11% Q/Q do 213 mln PLN zgodnie z oczekiwaniami, oceniamy wyniki jako mocne i wysokiej jakości. Postrzegamy pozytywnie przede wszystkim silny wzrost kredytów (+2% Q/Q i +17% R/R) i wyniku odsetkowego (+3% Q/Q i +11% R/R). Mimo że podtrzymujemy naszą neutralną rekomendację na walory ING BSK, uważamy że wycena banku może być postrzegana jako atrakcyjna. Bank jest wyceniany na wskaźniku P/E na 13,0x na 2011, czyli 11% poniżej średniej dla spółek porównywalnych.

Zysk netto na poziomie 213 mln PLN zgodny z oczekiwaniami, ale dobrej jakości

ING zaraportował zysk netto za 1Q 2011 na poziomie 213 mln PLN, +11% Q/Q oraz +20% R/R. Wynik netto okazał się zgodny z naszymi i rynkowymi oczekiwaniami, odpowiednio na poziomie 207 mln PLN oraz 208 mln PLN. Atrakcyjna poprawa zysku netto Q/Q była możliwa dzięki powiększającym się przychodom, +6% Q/Q. Chociaż wzrost przychodów Q/Q był możliwy głównie dzięki poprawie wyniku handlowego (sprzedaży portfela aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży) oraz wyniku na pozostałej działalności operacyjnej (w 4Q 2010 bank zaksięgował negatywną wyceną budynku w Katowicach w wysokości 11 mln PLN), zwracamy uwagę na rosnący Q/Q wynik odsetkowy. Było to możliwe dzięki relatywnie mocnemu przyrostowi kredytów, +2% Q/Q. Koszty operacyjne również wzrosły Q/Q (o 5%) na konto niskiej bazy 4Q 2010, ale w tempie wolniejszym niż przychody. Rezerwy spadły o 7% Q/Q do 57 mln PLN, co przełożyło się na koszt ryzyka na poziomie 65pb., -7pb. Q/Q. Udział kredytów z utratą wartości poprawił się o 5pb. Q/Q do 4,18%. Jednocześnie wskaźnik pokrycia (kredytów z utratą wartości przez rezerwy) zwiększył się o 182pb. Q/Q do 73,8%.

Zwracamy uwagę, że kapitały własne wzrosły Q/Q tylko o 131 mln PLN, pomimo tego, że ING BSK nie zdjął z kapitałów dywidendy za 2010. W znacznej części wynika to z tego, że bank odniósł bezpośrednio w kapitały negatywną wycenę aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży.

ING oczekuje 5 mld PLN przyrostu portfela kredytowego w 2011

ING BSK ma ambicję, aby jego portfel kredytowy wzrósł o 5 mld PLN R/R do 42 mld PLN. Bank liczy przede wszystkim na ożywienie się popytu na kredyt inwestycyjny. Obecnie przedsiębiorstwa korzystają głównie z kredytu obrotowego. Oznacza to, że ING BSK liczy na 14% wzrost portfela. W naszych prognozach zakładamy przyrost o 16% R/R.



Kredyt Bank (Akumuluj)

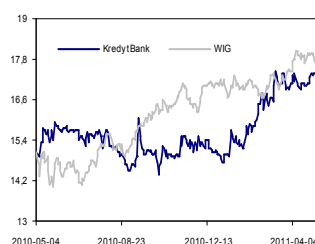
Cena bieżąca: 17,4 PLN Cena docelowa: 17,4 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(m ln PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	1 061,2	1 127,8	6,3%	1 222,2	8,4%	1 312,5	7,4%	Liczba akcji (mln)	271,7
Marża odsetkow a	2,7%	2,7%		2,7%		2,7%		MC (cena bieżąca)	4 726,9
WNDB	1 530,4	1 588,4	3,8%	1 712,8	7,8%	1 834,9	7,1%	Free float	12,8%
Wynik operacyjny*	848,1	703,5	-17,1%	775,5	10,2%	841,9	8,6%		
Zysk brutto	46,7	234,7	403,0%	414,8	76,7%	550,5	32,7%		
Zysk netto	34,6	185,9	438,0%	331,8	78,5%	440,4	32,7%		
ROE	1,3%	6,9%		11,1%		13,0%		Zmiana ceny: 1m	0,3%
P/E	136,8	25,4		14,2		10,7		Zmiana ceny: 6m	12,3%
P/BV	1,8	1,7		1,5		1,3		Zmiana ceny: 12m	16,9%
DPS	0,0	0,0		0,4		0,0		Max (52 tyg.)	17,5
Dyield (%)	0,0	0,0		2,1		0,0		Min (52 tyg.)	14,4

* przed kosztami rezerw



Obecna wycena banku na wskaźniku P/E na poziomie 14,2x na 2011 i 10,7x na 2012, uwzględnia oczekiwaną poprawę rentowności tylko w tym roku. Kredyt Bank jest notowany na równi ze średnią dla spółek porównywalnych na rok 2010, ale cały czas 10% poniżej średniej na rok przyszły. Uważamy, że transakcja sprzedaży portfela wierzytelności, w wyniku której bank rozpozna w 1Q 2011 51 mln PLN jednorazowego zysku, popiera nasz argument o relatywnie wysokim poziomie wyzerowania portfela kredytowego, który będzie wymagał coraz niższych rezerw w przyszłości. W konsekwencji podtrzymujemy naszą rekomendację akumuluj.

Bank rozpozna 51 mln PLN jednorazowego zysku w 1Q 2011 z tytułu sprzedaży portfela wierzytelności

Kredyt Bank poinformował, że sprzedał do Best III NSFIZ portfel wierzytelności, w którego skład wchodzi 423,849 wierzytelności o łącznej wartości nominalnej 1,17 mld PLN (stan na 31 marca 2011). Wartość ewidencyjna netto portfela w księgach banku wynosiła 137,2 mln PLN (stan na 31 marca 2011). Bank oszacował, że pozytywny wpływ transakcji na jego wynik netto wyniesie około 51 mln PLN. Wynik zostanie rozpoznany w wynikach za 1Q 2011. Przeniesienie portfela nastąpi w dwóch częściach obejmujących: pakiet wierzytelności A, który zostanie przeniesiony na rzecz BEST III NSFIZ do dnia 31 maja 2011 i pakiet wierzytelności B, który zostanie przeniesiony na rzecz BEST III NSFIZ do dnia 26 października 2011. Nasza prognoza zysku netto za 1Q 2011 na poziomie 72 mln PLN nie uwzględnia wpływu powyższej transakcji.

Rada Nadzorcza zatwierdziła propozycję Zarządu odnośnie dywidendy za 2010

Kredyt Bank poinformował, że jego Rada Nadzorcza w dniu 4 kwietnia zatwierdziła propozycję Zarządu odnośnie dywidendy za 2010. Projekt zakłada dywidendę na poziomie 0,37 PLN na akcję. Proponowany dzień ustalenia prawa do dywidendy to 14 czerwca 2011, a proponowany dzień wypłaty dywidendy to 30 czerwca 2011. Proponowana dywidenda jest równoważnością 54% zysku osiągniętego w 2010 i przekłada się na 2,2% yieldu. Ostateczna decyzja w zakresie podziału zysku netto za rok 2010 zostanie podjęta przez Walne Zgromadzenie banku, które odbędzie się 25 maja 2011.



Millennium (Redukuj)

Cena bieżąca: 5,53 PLN

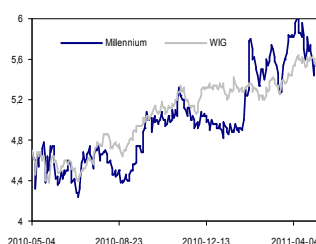
Cena docelowa: 5,1 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-03

(m ln PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkowy	691,1	1 009,8	46,1%	1 159,8	14,9%	1 344,4	15,9%	Liczba akcji (m ln)	1 213,1
Marża odsetkowa	1,5%	2,2%		2,4%		2,5%		MC (cena bieżąca)	6 708,5
WNDB	1 434,2	1 714,3	19,5%	1 923,1	12,2%	2 145,9	11,6%	Free float	34,5%
Wynik operacyjny*	431,0	633,0	46,9%	779,0	23,1%	929,9	19,4%		
Zysk brutto	1,9	407,8		559,2	37,1%	752,2	34,5%		
Zysk netto	1,5	326,0		447,4	37,3%	601,8	34,5%		
ROE	0,1%	9,5%		10,5%		13,0%		Zmiana ceny: 1m	-5,0%
P/E	3 141,1	20,6		15,0		11,1		Zmiana ceny: 6m	3,9%
P/BV	1,7	1,6		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m	28,0%
DPS	0,0	0,0		0,1		0,1		Max (52 tyg.)	6,0
Dywid (%)	0,0	0,0		1,8		2,7		Min (52 tyg.)	4,2

* przed kosztami rezerw



Millennium zaraportował zysk netto za 1Q 2011 na poziomie 101 mln PLN (-10% Q/Q), co okazało się wynikiem gorszym niż oczekiwania nasze i rynkowe. Powodem były słabsze przychody (-7% Q/Q), a w szczególności wynik handlowy. Ponieważ po 1Q bank wykonał 23% naszej całorocznej prognozy zysku netto na 2011 na poziomie 447 mln PLN, uważamy ją nadal za realistyczną. Ponieważ Millennium notowany jest na wskaźniku 2011 P/E na poziomie 15,0x, czyli z 5% premią do spółek porównywalnych, podtrzymujemy naszą rekomendację redukcji.

Zysk netto za 1Q 2011 na poziomie 101 mln PLN poniżej oczekiwań

Millennium zaraportował wstępne wyniki za 1Q 2011 z zyskiem netto na poziomie 101 mln PLN, co okazało się wynikiem o 7% gorszym od naszej prognozy (108 mln PLN) oraz 10% gorszym od oczekiwań rynkowych (113 mln PLN). Powodem negatywnego zaskoczenia był bardzo słaby wynik handlowy wynikający z negatywnej wyceny swapów. W naszej opinii wyniki są lekko rozczarowujące z powodu spadających przychodów o 7% Q/Q, i nawet pomimo poprawiającego się salda rezerw, o 17% Q/Q.

Koszt ryzyka w 2011 na poziomie 50-65pb.

Fernando Bicho, Członek Zarządu Millennium, poinformował, że bank spodziewa się kosztu ryzyka za 2011 na poziomie 50-65pb., czyli na niższym poziomie niż wyniósł on w 2010 (64pb.). Dodał, że jeżeli trendy z 1Q 2011 będą kontynuowane, będzie on bliższy poziomowi 50pb. Nasza prognoza na 2011 zakłada koszt ryzyka na poziomie 57pb., czyli dokładnie w połowie przedziału zaakcentowanego przez Zarząd banku. W konsekwencji, nie widzimy podstaw do rewizji naszych oczekiwań.

Marża odsetkowa w 2011 na poziomie 2,4-2,5%

Fernando Bicho, Członek Zarządu Millennium, poinformował, że bank spodziewa się utrzymania marży odsetkowej w pozostałej części roku na poziomie odnotowanym w 1Q 2011 (2,4%), tak żeby w całym roku marża ukształtowała się na poziomie 2,4-2,5%. W naszych prognozach na 2011 zakładamy marżę odsetkową na poziomie 2,4%.

Millennium spodziewa się wzrostu sprzedaży kredytów gotówkowych względem 1Q 2011

Bogusław Kott, Prezes Millennium, poinformował, że bank spodziewa się wyższej sprzedaży kredytów gotówkowych niż wynik odnotowany w 1Q 2011. Sprzedaż kredytów gotówkowych w 1Q 2011 wyniosła 142 mln PLN i spadła o 40% Q/Q oraz o 37% R/R. Zarząd podkreślał, że słaba sprzedaż 1Q to efekt pełnego wdrożenia rekomendacji T. Bank spodziewa się, że w pozostałych kwartałach 2011 nadrobi słaby wynik 1Q 2011.

Fitch obniżył rating IDR Millennium do "BBB-"

Agencja Ratingowa Fitch obniżyła rating podmiotu IDR dla Millennium do "BBB-" z "BBB", jednocześnie usuwając rating z listy obserwacyjnej ze wskazaniem negatywnym. Obecnie perspektywa ratingu jest stabilna. Rating długoterminowy został obniżony do A-(pol) z A(pol), jego perspektywa jest stabilna. Agencja obniżyła także rating wsparcia do "3" z "2". Agencja potwierdziła krótkoterminowy rating podmiotu na "F3". Rating indywidualny pozostaje na poziomie "C/D". Fitch podał, że obniżenie ratingów odzwierciedla gorszą zdolność BCP do udzielenia wsparcia, gdyby to było konieczne.



Pekao (Trzymaj)

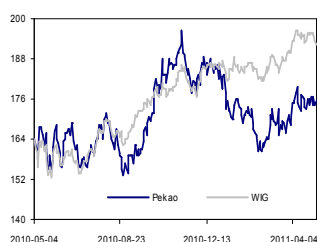
Cena bieżąca: 175,5 PLN Cena docelowa: 155 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-03

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkow y	3 802,3	4 103,7	7,9%	4 570,6	11,4%	4 886,7	6,9%	Liczba akcji (mIn)	262,4
Marża odsetkow a	2,9%	3,1%		3,2%		3,2%		MC (cena bieżąca)	46 044,3
WNDB	7 062,5	7 191,2	1,8%	7 901,1	9,9%	8 431,6	6,7%	Free float	40,8%
Wynik operacyjny*	3 467,0	3 550,2	2,4%	4 222,6	18,9%	4 602,4	9,0%		
Zysk brutto	2 997,5	3 101,5	3,5%	3 812,1	22,9%	4 276,9	12,2%		
Zysk netto	2 411,7	2 525,2	4,7%	3 079,1	21,9%	3 457,4	12,3%		
ROE	14,1%	13,1%		14,9%		16,1%		Zmiana ceny: 1m	0,3%
P/E	19,1	18,2		15,0		13,3		Zmiana ceny: 6m	-8,2%
P/BV	2,5	2,3		2,2		2,1		Zmiana ceny: 12m	11,0%
DPS	0,0	2,9		6,8		10,0		Max (52 tyg.)	196,5
Dyid (%)	0,0	1,7		3,9		5,7		Min (52 tyg.)	153,0

* przed kosztami rezerw



Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj na walory Pekao. Przy obecnej cenie rynkowej, bank jest wyceniany na wskaźniku 2011 P/E na poziomie 15,0x, czyli z 5% ponad średnią dla spółek porównywalnych. Uważamy, że tą premię można usprawiedliwić bardzo wysokim poziomem współczynnika wypłacalności na poziomie 18,0%. W konsekwencji sądzimy, że wycena rynkowa w znacznej mierze dyskontuje niższą dynamikę w 2011 względem spółek porównywalnych. Z drugiej strony, niezmiennie uważamy, że PKO BP jest lepszą propozycją inwestycyjną z powodu wyższej dynamiki zysków w 2011, większej wrażliwości marży odsetkowej na rosnące rynkowe stopy procentowe oraz atrakcyjniejszą wycenę.

Luigi Lovaglio zastąpi Kornasiewicz na fotelu Prezesa Pekao

Pekao poinformował, że w dniu 14 kwietnia 2011 Alicja Kornasiewicz, Prezes Pekao, złożyła rezygnację z pełnionej funkcji z dniem 30 kwietnia 2011. Mimo, że nie podano powodów rezygnacji, Kornasiewicz została Członkiem Rady Nadzorczej banku z ramienia UniCredit.

Na funkcję Prezesa Pekao Rada Nadzorcza powołała Luigi Lovaglio, który do tej pory pełnił funkcję Pierwszego Wiceprezesa banku i Dyrektora Generalnego banku. Jego powołanie będzie skuteczne z chwilą uzyskania zgody KNF. Chociaż zmiana na fotelu Prezesa Pekao jest zaskakująca, uważamy, że nie będzie miała wpływu na działalność banku. Luigi Lovaglio zasiada w Zarządzie banku od 2003, podczas gdy Alicja Kornasiewicz dołączyła do Zarządu banku na początku 2010.

Rezygnacja Członka Rady Nadzorczej

Pekao poinformował, że Federico Ghizzoni, Wiceprzewodniczący, Sekretarz Rady Nadzorczej złożył rezygnację z pełnionych funkcji z dniem 30 kwietnia 2011.



PKO BP (Kupuj)

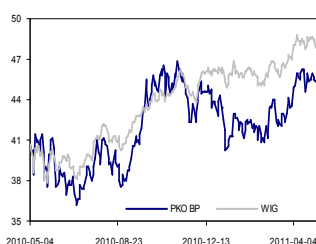
Cena bieżąca: 45,55 PLN Cena docelowa: 53 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-04-13

(m ln PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	5 051,2	6 516,2	29,0%	7 650,2	17,4%	8 627,9	12,8%	Liczba akcji (mln)	1 250,0
Marża odsetkow a	3,5%	4,0%		4,3%		4,4%		MC (cena bieżąca)	56 937,5
WNDB	8 607,0	10 021,9	16,4%	11 281,2	12,6%	12 380,2	9,7%	Free float	48,8%
Wynik operacyjny*	4 624,0	5 948,4	28,6%	6 948,2	16,8%	7 729,7	11,2%		
Zysk brutto	2 943,3	4 079,2	38,6%	5 403,9	32,5%	6 677,1	23,6%		
Zysk netto	2 305,5	3 216,9	39,5%	4 300,8	33,7%	5 313,6	23,5%		
ROE	13,4%	15,4%		18,8%		20,5%		Zmiana ceny: 1m	1,9%
P/E	24,7	17,7		13,2		10,7		Zmiana ceny: 6m	-1,6%
P/BV	2,8	2,7		2,3		2,1		Zmiana ceny: 12m	18,3%
DPS	1,0	1,9		1,0		1,7		Max (52 tyg.)	46,8
Dyid (%)	2,2	4,2		2,3		3,8		Min (52 tyg.)	36,2

* przed kosztami rezerw



Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj i 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 53 PLN dla walorów PKO BP. PKO BP pozostaje naszą preferowaną ekspozycją w polskim sektorze bankowym z powodu silnych fundamentów oraz nadal bardzo atrakcyjnej wyceny. Uważamy, że rozpoczęty cykl zacieśniania polityki pieniężnej będzie kontynuowany przynajmniej do początku 2012. PKO BP z silnie detaliczną bazą depozytową (72% depozytów ogółem, z czego 35% stanowią depozyty bieżące) będzie jednym z pierwszych i największych beneficjentów dynamicznie rosnących rynkowych stóp procentowych. W naszej opinii perspektywa poprawy marży odsetkowej o 32pb. do 4,3% w tym roku oraz o kolejne 13pb. do 4,4% w 2012 nie jest jeszcze w pełni odzwierciedlona w obecnej wycenie banku. PKO BP jest notowane na wskaźniku P/E 13,2x na 2011 oraz 10,7x na 2012, czyli 9-10% poniżej średniej dla spółek.

PKO BP sprzedał 2,5 mld PLN kredytów hipotecznych w 1Q 2011

Tadeusz Swat, Dyrektor Departamentu Klienta Rynku Mieszkaniowego PKO BP, poinformował, że w 1Q 2011 bank sprzedał 2,5 mld PLN kredytów hipotecznych względem 3,1 mld PLN w 4Q 2010. Bank liczy, że w 2Q 2011 sprzeda ok. 3 mld PLN.

PKO BP podpisało 800 mln PLN umów na finansowanie JST w 1Q 2011

Wiceprezes PKO BP, Jarosław Myjak, poinformował, że w 1Q 2011 wartość podpisanych przez PKO BP umów na finansowanie jednostek samorządu terytorialnego wyniosła blisko 800 mln PLN i była o 66% większa niż rok wcześniej. Wiceprezes poinformował, że średnia sprzedaż miesięczna kredytów dla JST w 1Q tego roku wyniosła 264 mln PLN. Bank ma nadzieję, że podobne wyniki uda się utrzymać do końca 2011. Myjak zaznaczył, że w przetargach na finansowanie JST występuje kwartalna cykliczność i po słabszym 1Q następne są dużo lepsze. W 2010 roku całkowita nowa sprzedaż kredytów dla JST przez PKO BP wyniosła 3,1 mld PLN, czyli średnio 258 mln PLN miesięcznie.

40 tys. nowych rachunków od połowy marca

PKO BP poinformowało, że od połowy marca, czyli od momentu rozpoczęcia nowej kampanii reklamowej, bank otworzył 40 tys. nowych rachunków rozliczeniowo-osobistych. Oznacza to, że bank sprzedaje średnio 25% więcej rachunków dziennie niż przed rozpoczęciem kampanii. PKO BP podało, że ok. 70% kont zostało uruchomionych przez nowych klientów banku.

PKO BP liczy na wzrost kredytów korporacyjnych w 2H 2011

Wiceprezes PKO BP, Jarosław Myjak, ocenia, że portfel kredytów korporacyjnych w banku może wzrosnąć w 2011, pod warunkiem wzrostu udziału kredytów inwestycyjnych. Wiceprezes zaznacza, że od początku 2011 na rynku obserwowany jest niewielki wzrost kredytów dla przedsiębiorstw. Ocenia, że akcja kredytowa dla firm zacznie przyspieszać w drugiej połowie 2011 roku.

PKO BP nie spodziewa się negatywnych zmian w rezerwach na segment korporacyjny

Wiceprezes PKO BP, Jarosław Myjak, poinformował, że bank nie spodziewa się w 2011 roku negatywnych zmian, jeśli chodzi o poziom rezerw segmentu korporacyjnego. Dodał, że początek roku przyniósł poprawę jakości portfela tych kredytów. W 2010 roku PKO BP zawiązał rezerwy na kredyty gospodarcze o wartości 549 mln PLN, +21% R/R, stanowiły one 29% wszystkich rezerw utworzonych przez bank.

Zysk w 2011 wzrośnie w tempie dwucyfrowym – Prezes

Prezes PKO BP, Zbigniew Jagiełło, podtrzymał wcześniejsze informacje, że zysk banku w 2011 może wzrosnąć dwucyfrowo. Nasza prognoza, jak i oczekiwania rynkowe, zakładają, że zysk banku w 2011 wzrośnie o ok. 30% do 4,2-4,3 mld PLN.

Koszty/dochodów za 2011 maksymalnie na poziomie 45% - Prezes

Prezes PKO BP, Zbigniew Jagiełło, poinformował, że bank chce przeprowadzić zmianę wizualną banku do 1Q 2012, a do 2014 roku zmodernizować sieć placówek. Prezes nie podał oczekiwanego kosztu modernizacji. Jednocześnie zapewnił, że koszty operacyjne banku w 2011 będą pod ścisłą kontrolą, podobnie jak w 2010. Powiedział, że Zarząd chce, aby wskaźnik koszty/dochodów za 2011 był na maksymalnym poziomie 45%. W naszych prognozach zakładamy wskaźnik koszty/dochodów na poziomie 39,4%, czyli spadek z 41,7% w 2010.

Zarząd nie podjął decyzji w sprawie dywidendy za 2010 – Prezes

Prezes PKO BP, Zbigniew Jagiełło, poinformował, że Zarząd nie podjął jeszcze decyzji w sprawie dywidendy za 2010 rok. Zarząd będzie pracował nad rekomendacją po 14 kwietnia. Oczekujemy, że dywidenda za 2010 wyniesie 1,02 PLN na akcję, czyli stopa wypłaty dywidendy wyniesie 40% (górną granicą widełek oficjalnej polityki dywidendowej spółki). Stopa dywidendy kształtuje się na poziomie 2,2%.

PKO BP ogłosiło konkurs na Wiceprezesa odpowiedzialnego za ryzyko

PKO BP ponownie ogłosiło konkurs na Wiceprezesa odpowiedzialnego za ryzyko i windykację. Jednocześnie bank poinformowało, że Krzysztof Dresler, obecny Wiceprezes odpowiedzialny za obszar ryzyka i windykacji, nie zamierza ubiegać się o powołanie do Zarządu następnej kadencji.

PKO BP rozpoczyna proces przeprowadzenia oferty publicznej we wrześniu 2011

PKO BP poinformował, że otrzymał pismo od Skarbu Państwa oraz od BGK informujące o zamiarze sprzedaży akcji banku przez Skarb Państwa i BGK oraz zawierające prośbę o rozpoczęcie działań zmierzających do przygotowania banku do udziału w tej transakcji. Akcjonariusze Sprzedający zakładają, że transakcja nastąpi w drodze oferty publicznej, co będzie wymagało sporządzenia prospektu emisyjnego oraz jego zatwierdzenia przez KNF. Transakcja ma zostać zrealizowana we wrześniu 2011.

PKO BP planuje kolejne emisje euroobligacji

Jakub Papierski, Wiceprezes PKO BP odpowiedzialny za bankowość inwestycyjną powiedział, że bank przygotowuje się do emisji dwóch transz euroobligacji w drugiej połowie maja. Wartość emisji miałyby sięgnąć 500 mln EUR oraz 150-200 mln CHF. Obligacje zostaną wyemitowane w ramach programu emisji o wartości 3 mld EUR. W październiku 2010 roku PKO BP sprzedał euroobligacje o wartości 800 mln EUR. Mając na uwadze, że obecna sprzedaż kredytów hipotecznych banku w walucie obcej (głównie EUR) wynosi ok. 15%, uważamy, że emisje euroobligacji w znacznej mierze służą refinansowaniu walutowych sald kredytowych niż finansowaniu bieżącej sprzedaży.

Moody's pottrzymał rating dla programu emisji euroobligacji

Agencja ratingowa Moody's podtrzymała rating dla programu emisji euroobligacji ustanowionego przez PKO Finance AB na rzecz PKO BP. Niezabezpieczony dług emitowany w ramach programu otrzymał rating A2, dług podporządkowany A3, a dług krótkoterminowy Prime-1.

PKO BP zrezygnował z planów emisji obligacji podporządkowanych

PKO BP poinformowało, że bank zrezygnował z planów emisji obligacji podporządkowanych w kwocie do 5 mld PLN. PKO BP informowało o takim zamiarze w lipcu 2010. Nasze prognozy nie uwzględniają emisji dodatkowej transzy długu podporządkowanego.

PKO BP weźmie udział w nowych europejskich stress testach

Z informacji przekazanej przez Europejski Urząd Nadzoru Bankowego wynika, że na liście 90 europejskich banków, które zostaną poddane stress testom, znajduje się PKO BP. Sprawdzane banki przejdą pomyślnie test, o ile ich tzw. współczynnik kapitałów własnych nie spadnie poniżej 5%.

Ubezpieczyciele

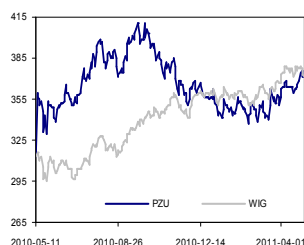


PZU (Akumuluj)

Cena bieżąca: 371,2 PLN Cena docelowa: 390 PLN

Analitik: Iza Rokicka
Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-13
Podstawowe dane (mln PLN)

(mln PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana		
Składka brutto:	14 362,7	14 544,5	1,3%	15 236,4	4,8%	16 017,6	5,1%	Liczba akcji (mln)	86,4
majątkow a	8 023,7	8 031,9	0,1%	8 360,6	4,1%	8 798,1	5,2%	MC (cena bieżąca)	32 054,0
życiow a	6 340,8	6 512,5	2,7%	6 512,5	0,0%	6 875,7	5,6%	Free float	54,8%
Wynik techniczny	17 961,6	17 078,7	-4,9%	17 480,8	2,4%	18 374,1	5,1%		
Zysk brutto	4 565,8	3 029,4	-33,6%	3 077,4	1,6%	3 371,2	9,5%		
Zysk netto	3 762,9	2 439,2	-35,2%	2 492,7	2,2%	2 730,7	9,5%		
ROE	24,0%	20,3%		18,7%		18,6%		Zmiana ceny: 1m	2,6%
P/E	8,5	13,1		12,9		11,7		Zmiana ceny: 6m	-2,7%
P/BV	2,8	2,5		2,3		2,1		Zmiana ceny: 12m	
DPS	0,0	0,0		11,8		17,3		Max (52 tyg.)	411,0
Dyield (%)	0,0	0,0		3,2		4,7		Min (52 tyg.)	312,5



W oczekiwaniu na wyniki za 1Q 2011 podtrzymujemy naszą rekomendację akumuluj na PZU. Uważamy, że po bardzo dobrych wynikach za 4Q 2010, 1Q 2011 przyniesie dalszą poprawę wyniku technicznego spółki majątkowej, w czym pomogą zarówno podwyżki cen polis komunikacyjnych przeprowadzone w trakcie 2010 jak i spadek kosztów, zarówno administracyjnych jak i akwizycji. Sądzymy, że w maju nasila się spekulacje rynkowe nt. potencjalnej dywidendy za 2010, co może wpierać kurs akcji. Prezes wskazał, że obecna nadwyżka kapitałowa PZU to ok. 53 PLN na akcję, co daje 14% yieldu. Z drugiej strony nie sprecyzował czy mogłaby zostać wypłacona akcjonariuszom jeszcze w tym roku. Niemniej jednak uważamy, że wiążące decyzje w tym zakresie zostaną podjęte dopiero na Walnym spółki, które planowane jest na czerwiec.

Rekomendacja dywidendy za 2010 najpóźniej w połowie maja

Prezes PZU poinformował, że rekomendacja Zarządu odnośnie dywidendy z zysku za 2010 zostanie przedstawiona najpóźniej w połowie maja, tak żeby spółka mogła zdążyć ze wszystkimi procedurami przed Walnym Zgromadzeniem Akcjonariuszy, które odbędzie się 30 czerwca. Zarząd planuje przedstawić nową politykę dywidendową. Chciałby, aby została ona zaakceptowana przez najbliższe WZA i obowiązywała przez całą kadencję Zarządu. Prezes poinformował, że z kwoty 12,4 mld PLN stanowiących kapitał zapasowy PZU, w spółce musi pozostać 7,8 mld PLN. Oznacza to, że nadwyżka kapitałowa, 4,6 mld PLN, mogłaby stanowić potencjalną dywidendę, ale jest to temat do dyskusji z akcjonariuszami. Nadwyżka kapitałowa PZU (4,6 mld PLN) stanowi równowartość 189% zysku spółki za 2010 i przekłada się na 53 PLN na akcję (14% yieldu).

Skarb Państwa chce zmian w statucie PZU

1 czerwca 2011 odbędzie się Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy PZU, które zostało zwołane na żądanie Skarbu Państwa. Walne ma głosować nad zmianami w statucie PZU, które mają ograniczyć prawo głosu innych niż Skarb Państwa akcjonariuszy spółki do 10%. Bliźniacze rozwiązania zostały wprowadzone do statutu PKO BP w kwietniu 2011. Powyższa zmiana była oczekiwana przez rynek. Jest ona kolejnym krokiem w dalszej prywatyzacji PZU. Zgodnie z średnioterminową strategią rządu do roku 2013, Skarb Państwa może obniżyć swój udział w kapitale spółki do poziomu 25%+ z obecnego 45,2%.

Powołanie Zarządu

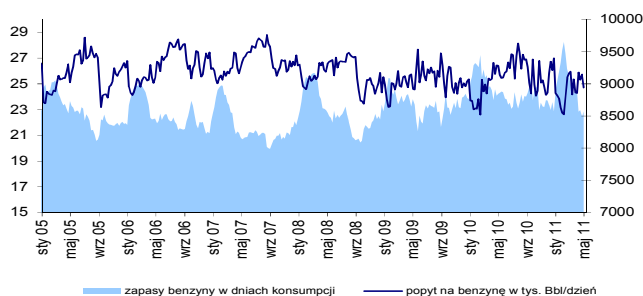
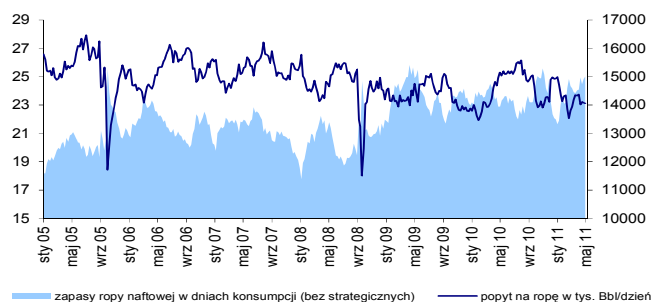
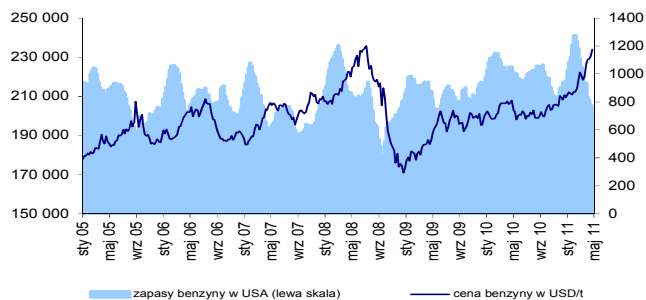
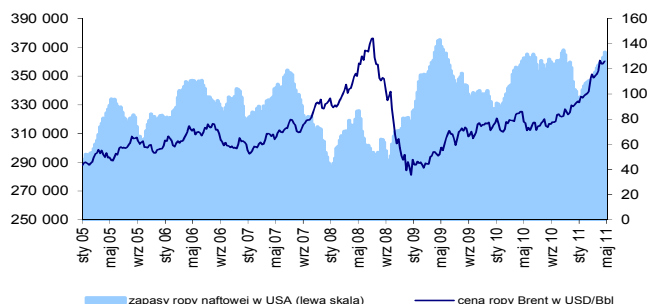
PZU poinformowała, że jego Rada Nadzorcza wybrała Członków Zarządu na następną kadencję. W jego skład poza wcześniej powołanym Prezesem Andrzejem Klesykiem wchodzi Przemysław Dąbrowski, Marcin Halbersztad, Witold Jaworski, Bogusław Skuza, Tomasz Tarkowski oraz Ryszard Trepczyński.

Paliwa, chemia

Dalszy wzrost zapasów paliw, rafinerie zmniejszyły produkcję

Zapasy ropy w USA w kwietniu wzrosły o kolejne 3% po wcześniejszym marcowym wzroście o 2,7%. Tak znaczące zwiększenie rezerw surowca wynikało zarówno z podwyższonego średniego importu (+1,4%), jak również niskiego wykorzystania mocy przerobowych w amerykańskich rafineriach (CUR na poziomie 82,7% vs. 86,9% w analogicznym miesiącu 2010 roku). Obok przestoju remontowego powodem niższej produkcji były zapewne nadal wysokie poziomy zapasów paliw, których spadek przy aktualnym stanie popytu nie byłby możliwy przy normalnym zaopatrzeniu rynku. Wydaje się więc, że ograniczenia produkcji w rafineriach to odpowiedź na pogorszenie marż i sposób obniżenia zapasów wyrobów gotowych (to akurat się udało i w przypadku benzyny spadek wyniósł -5,8%, a średnich destylatów -5,3%). Konsumpcja benzyny w kwietniu była niższa w ujęciu r/r o 2% i nie zanotowano także tradycyjnego istotnego sezonowego wzrostu popytu w ujęciu m/m (tylko +0,5% vs. +2,5% w 2010 roku), co należy zapewne wiązać z wysokimi cenami detalicznymi. Lepiej sytuacja wyglądała w przypadku średnich destylatów, gdzie dynamika r/r sięgnęła aż 6,9%. W ostatnich tygodniach kwietnia nastąpiło jednak osłabienie popytu w tej kategorii paliw i ostatni odczyt był już zbliżony do analogicznego z roku 2010. Trudno te wskazania dotyczące konsumpcji uznać za optymistyczne w kontekście kolejnego miesiąca.

Zapasy ropy i benzyny w USA



Źródło: opracowanie DI BRE na podstawie Departamentu Energii



Ciech (Trzymaj)

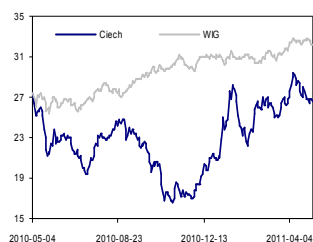
Cena bieżąca: 26,7 PLN

Cena docelowa: 30,1 PLN

Analityk: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2011-04-08

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 684,2	3 960,3	7,5%	4 010,5	1,3%	3 998,3	-0,3%	Liczba akcji (mln)	51,0
EBITDA	358,3	382,0	6,6%	420,5	10,1%	443,9	5,6%	MC (cena bieżąca)	1 361,7
marża EBITDA	9,7%	9,6%		10,5%		11,1%		EV (cena bieżąca)	2 170,3
EBIT	128,2	144,2	12,4%	188,7	30,9%	205,3	8,8%	Free float	35,6%
Zysk netto	-92,3	20,5		49,8	143,2%	110,5	122,0%		
P/E		36,5		27,4		12,3		Zmiana ceny: 1m	-1,1%
P/CE	5,4	2,9		4,8		3,9		Zmiana ceny: 6m	44,3%
P/BV	0,9	0,8		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m	6,2%
EV/EBITDA	6,5	5,8		5,2		4,6		Max (52 tyg.)	29,5
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	16,6



Udana emisja akcji i kolejne sukcesy na polu dezynwestycji zmieniły nastawienie rynku do akcji Ciechu, co pozwoliło na znaczny wzrost notowań od początku roku. Obecnie realizują się pozytywne tendencje w segmencie sodowym, co powinno być wyraźnie widoczne w wynikach począwszy od 1Q. Obciążeniem dla rentowności będzie natomiast segment TDI, gdzie nadpodaż i wysokie ceny ropy wywierają presję na marże. Te tendencje na razie nie pozwalają na większy optymizm jeśli chodzi o prognozy zysków dla Spółki, dlatego utrzymujemy neutralną rekomendację. Zwracamy jednocześnie uwagę, że potencjalnymi pozytywnymi katalizatorami dla kursu mogą być kolejne dezynwestycje, które w obecnych warunkach makro powinny być realizowane po atrakcyjnych cenach. Ważnym wydarzeniem może być również realizacja opcji wykupu elektrociepłowni w niemieckich zakładach sodowych, co mogłoby zwiększyć marżę operacyjną o ponad 10 mln EUR.

Raport roczny bez większych zmian vs. 4Q

W opublikowanym przez Ciech raporcie rocznym nie było istotnych korekt wyników w relacji do tych przedstawionych w raporcie za 4Q. Wynik operacyjny za rok 2010 wyniósł ostatecznie 146,8 mln PLN vs. podane wcześniej 144,2 mln PLN, a zysk netto dla jednostki dominującej 22,7 mln PLN vs. 20,5 mln PLN. Odchylenia to efekt zmian salda rezerw (na należności w Fosforach i przewidywane straty w Soda Deutschland), korekty wyceny kontraktów kawernowych oraz różnic kursowych (w efekcie zmniejszeniu uległa również wartość zysków przypisanych mniejszości). Zmiany nie mają wpływu na nasze prognozy na kolejne lata.



Lotos (Sprzedaj)

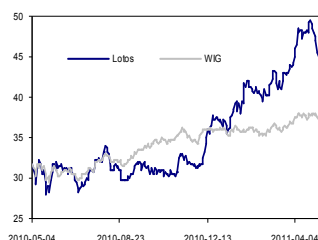
Cena bieżąca: 44,91 PLN

Cena docelowa: 28,4 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	14 321,0	19 680,9	37,4%	25 514,4	29,6%	26 803,0	5,1%	Liczba akcji (mln)	129,9
EBITDA	704,6	1 155,8	64,0%	1 809,3	56,5%	2 109,9	16,6%	MC (cena bieżąca)	5 832,6
marża EBITDA	4,9%	5,9%		7,1%		7,9%		EV (cena bieżąca)	11 833,8
EBIT	419,8	769,1	83,2%	1 060,3	37,9%	1 310,9	23,6%	Free float	46,8%
Zysk netto	900,8	651,0	-27,7%	505,0	-22,4%	941,4	86,4%		
P/E	6,5	9,0		11,6		6,2		Zmiana ceny: 1m	-0,2%
P/CE	4,9	5,6		4,7		3,4		Zmiana ceny: 6m	35,9%
P/BV	0,9	0,8		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	53,6%
EV/EBITDA	15,9	10,2		6,5		5,3		Max (52 tyg.)	49,4
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	28,1



Akcje Lotosu kolejny miesiąc z rzędu zachowywały się bardzo dobrze na tle szerokiego rynku mimo niekorzystnego w naszej opinii otoczenia makro dla polskich rafinerii. Opublikowane ostatnio wyniki Orlenu powinny stanowić punkt odniesienia dla raportu za 1Q i schładzać wysokie oczekiwania wobec gdańskiego koncernu. Ewentualna słaba jakość EBIT w tym okresie i niski cash flow operacyjny mogą być odebrane nerwowo, szczególnie biorąc pod uwagę perspektywę rozpoczęcia spłat rat kredytowych od czerwca. Utrzymujemy negatywną rekomendację.

Oferty w procesie prywatyzacji głównie z Rosji

Według doniesień prasowych do MSP wpłynęło 6 ofert w procesie prywatyzacji Lotosu i są to głównie koncerny rosyjskie (TNK-BP, Gazpromneft oraz Rosneft). Zainteresowanie zgłosiły też francuska firma Biosyntec (producent filtrów do papierosów) wraz z holenderską Trafigurą, co potwierdzałoby wcześniejsze spekulacje *Pulsu Biznesu*. Jeśli potwierdzą się te informacje to w naszej opinii maleje prawdopodobieństwo pełnej prywatyzacji Lotosu z uwagi na aspekty polityczne. Naszym zdaniem MSP ostatecznie zdecyduje się na sprzedaż mniejszościowego pakietu na rynku finansowym.



PGNiG (Kupuj)

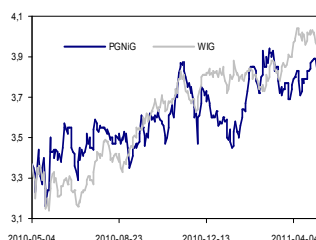
Cena bieżąca: 3,82 PLN

Cena docelowa: 4,4 PLN

Analityk: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-03

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	19 290,4	21 281,2	10,3%	23 126,7	8,7%	23 926,7	3,5%	Liczba akcji (mln)	5 900,0
EBITDA	2 830,0	4 411,4	55,9%	4 097,1	-7,1%	5 097,1	24,4%	MC (cena bieżąca)	22 538,0
marża EBITDA	14,7%	20,7%		17,7%		21,3%		EV (cena bieżąca)	26 465,2
EBIT	1 333,8	2 886,7	116,4%	2 453,4	-15,0%	3 193,0	30,1%	Free float	27,5%
Zysk netto	1 202,0	2 453,7	104,1%	1 733,7	-29,3%	2 088,4	20,5%		
P/E	18,8	9,2		13,0		10,8		Zmiana ceny: 1m	0,8%
P/CE	8,4	5,7		6,7		5,6		Zmiana ceny: 6m	0,0%
P/BV	1,1	1,0		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	18,3%
EV/EBITDA	8,3	5,3		6,5		4,9		Max (52 tyg.)	3,9
Dyield (%)	0,7	2,1		3,4		3,1		Min (52 tyg.)	3,2



W maju spodziewamy się nowej taryfy hurtowej dla PGNiG, która powinna zmniejszyć obawy o wyniki w 4Q tego roku, podobnie jak obserwowane obecnie umocnienie złotego względem dolara. Według naszych szacunków Spółka powinna też pochwalić się dobrymi wynikami za 1Q, które będą budowane przez segment dystrybucji i wydobywania. Oczekujemy również potwierdzenia naszych szacunków dotyczących zysków na hedgingu towarowym, które mogłyby stanowić dodatkowy bufor dla wyników segmentu obrotu w kolejnych kwartałach przy wzroście cen gazu rosyjskiego. Podtrzymujemy pozytywną rekomendację.

Prezentacja projektu norweskiego

Zarząd PGNiG poinformował, że przy obecnych cenach surowców przychody z norweskiego projektu Skarv w 2012 roku mogą sięgnąć 500 mln USD. Wydobywanie ma się rozpocząć w sierpniu tego roku, co jest zgodne z pierwotnym harmonogramem. Ostatnia wycena projektu przeprowadzona przez banki sięga 880 mln USD, ale przy założeniu cen ropy na poziomie około 60 USD/Bbl. Dotychczas PGNiG zainwestowało w to złoż 820 mln USD, a dodatkowe nakłady do uruchomienia produkcji to 140 mln USD. Dodatkowo warto zwrócić uwagę, że ta wycena nie obejmuje sąsiednich złóż, których zasoby zostały już potwierdzone. W naszym modelu na rok 2012 zakładaliśmy przychody ze Skarv na poziomie 340 mln USD przy cenie ropy 90 USD/Bbl, co implikowałoby około 300 mln USD EBITDA i 60 mln USD zysku netto. Zwracamy uwagę, że efektywna stopa podatkowa w pierwszych kilku latach będzie prawdopodobnie bliska 0 (nominalna sięga 78% i taka uwzględniamy w prognozach) ze względu na korzystanie z tarczy podatkowej i uwzględnienia kosztów poniesionych do uruchomienia produkcji.

Dywidenda 12 groszy na akcję

WZA zdecydowało, że dywidenda z zysku za 2010 rok sięgnie 708 mln PLN, co daje 12 groszy na akcję. Propozycja Zarządu wskazywała na wypłatę 6 groszy na akcję. Dzień dywidendy ustalono na 20 lipca, a wypłaty na 6 października. Wydłużony okres między ustaleniem prawa, a wypłatą wynika z konieczności przeprowadzenia wyceny majątku, który będzie składnikiem niepieniężnym dywidendy dla MSP.



PKN Orlen (Sprzedaj)

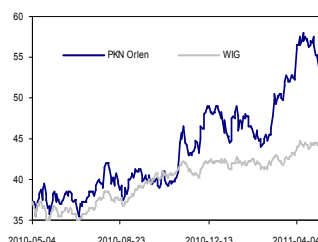
Cena bieżąca: 52,6 PLN

Cena docelowa: 41,6 PLN

Analitik: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-16

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	67 928,0	83 547,4	23,0%	99 520,8	19,1%	96 665,0	-2,9%	Liczba akcji (mln)	427,7
EBITDA	3 665,0	5 545,7	51,3%	4 847,5	-12,6%	4 933,3	1,8%	MC (cena bieżąca)	22 497,5
marża EBITDA	5,4%	6,6%		4,9%		5,1%		EV (cena bieżąca)	34 199,5
EBIT	1 097,0	3 123,0	184,7%	2 164,6	-30,7%	2 191,6	1,2%	Free float	72,5%
Zysk netto	1 308,7	2 371,7	81,2%	1 737,0	-26,8%	1 843,5	6,1%		
P/E	17,2	9,5		13,0		12,2		Zmiana ceny: 1m	-6,2%
P/CE	5,8	4,7		5,1		4,9		Zmiana ceny: 6m	14,8%
P/BV	1,2	1,0		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	47,8%
EV/EBITDA	9,7	5,9		7,1		6,9		Max (52 tyg.)	57,9
Dyid (%)	0,0	0,0		2,2		1,7		Min (52 tyg.)	35,5



Skokowy wzrost notowań Orlenu z początku miesiąca został w dużej części zneutralizowany w kolejnych tygodniach, na co wpływ mogły mieć opublikowane wyniki za 1Q. W raporcie kwartalnym potwierdziła się bowiem nasza teza, że jakość tych wysokich rezultatów będzie bardzo słaba z uwagi na trudne otoczenie makro. Po wyłączeniu efektu drożęcej ropy (efekt LIFO 889 mln PLN i kolejne 300 mln PLN z przerobu i sprzedaży ropy Rebco zastąpionej surowcem lekkim) oraz przychodów z pozytywnego wyroku sądu w sporze z Energa (31 mln PLN) wynik operacyjny LIFO wyniósłby tylko 120 mln PLN (przy niższej o 40 mln PLN q/q amortyzacji) i był zbudowany przez segment petrochemiczny (wsparty istotnie przez obszar nawozowy). Rafineria bez przeszacowania zapasów była na minusie (-111 mln PLN), a detal wypracował zaledwie jedną trzecią tego co przed rokiem (efekt presji na marże na stacjach benzynowych). O tym, że wysokie zyski nominalne nie przekładały się na przepływy pieniężne i zostały w całości zneutralizowane przez ruchy na kapitale obrotowym świadczy ujemny cash flow operacyjny (-41 mln PLN). W naszej opinii wyniki za 1Q w zestawieniu z aktualnymi trendami makro (słabe marże na produktach i umocnienie złotego neutralizujące z nawiązką mocniejszy dyferencjał) oraz perspektywą kosztów tegorocznych remontów nie napawają optymizmem jeśli chodzi o kolejne okresy. Zwracamy również uwagę na możliwość odwracania się części efektów optymalizacji kapitału obrotowego (było to już widoczne w 1Q) po podpisaniu umowy refinansowania linii kredytowych. Utrzymujemy negatywną rekomendację.

Kwiecień jeszcze gorszy dla rafinerii niż 1Q

Według opublikowanych przez Orlen danych rynkowych za kwiecień, sytuacja zewnętrzna dla rafinerii jeszcze się pogorszyła. W relacji do marca i całego 1Q'2011 wzrósł co prawda dyferencjał Ural/Brent (średnio 3,9 USD/Bbl), ale jednocześnie drastycznie obniżyła się benchmarkowa marża rafineryjna (do 0,2 USD/Bbl z 1,3 USD/Bbl w poprzednim miesiącu). Po uwzględnieniu umocnienia złotego zagregowana marża Orlenu (cracki+dyferencjał) wyniosła zaledwie 11,3 PLN/Bbl i była niższa od analogicznego okresu roku 2010 o prawie 36% i niższa o 9% od średniej dla całego 1Q'2011. Lepiej prezentowała się marża petrochemiczna, która wyniosła 3037 PLN/t i była wyższa r/r o 14% i 2,3% wyższa niż średnia dla 1Q'2011. Opublikowane dane potwierdzają nasze kalkulacje oparte na notowaniach Bloomberg, a zwracamy uwagę że benchmark prezentowany przez Orlen nie uwzględnia pełnych zużyć własnych i marży na asfaltach, które dodatkowo będą obniżać rentowność w ujęciu r/r.

Słaba jakość wyników w kluczowych obszarach w 1Q

Wynik operacyjny Orlenu sięgnął w 1Q'2011 aż 1,3 mld PLN ale zdecydowana większość zysków była związana z otoczeniem rosnącej ceny ropy. Raportowany efekt LIFO wyniósł co prawda tylko 889 mln PLN, ale kolejne 296 mln PLN pochodziło z przerobu taniej ropy rosyjskiej zastąpionej ropą lekką w jednym ze zbiorników (tym samym ten wynik choć jego ekonomiczny sens był identyczny z efektem LIFO został zaprezentowany osobno z uwagi na brak konieczności odnowienia tych rezerw zastąpionych innym surowcem). Oczyszczony o efekt przeszacowania zapasów EBIT wyniósłby więc zaledwie 154 mln PLN, co w pełni odzwierciedla słabość otoczenia makro w sektorze rafineryjnym. Ten kluczowy segment przy stabilnych cenach ropy wygenerowałby ujemny EBIT -111 mln PLN. W obszarze detalicznym Orlen odnotował bardzo mocny spadek zysków r/r (-50 mln PLN), co było związane z presją na marże na stacjach benzynowych i wzrostem kosztów operacyjnych. Nie nastraja to pozytywnie szczególnie w kontekście II-go i III-go kwartału, które są bardziej kluczowe dla wyników skonsolidowanych niż 1Q (w ubiegłym roku zysk operacyjny detalu w tym okresie wyniósł 525 mln PLN więc proporcjonalny ubytek marży może mieć istotne znaczenie). Kwartałny zysk uratował segment petrochemiczny, gdzie zarówno Anwil jak i aktywa olefinowe wypracowały wysokie marże, korzystając na sprzyjającej koniunkturze w branży. Koszty ogólne również

prezentowały się korzystniej niż prognozowaliśmy (-100 mln PLN vs. -150 mln PLN), ale wynikało to w dużej mierze w odzyskanie kwoty spornej od Energi po korzystnej decyzji sądu na 31,5 mln PLN. Na poziomie działalności finansowej większych zaskoczeń nie zaobserwowaliśmy i ostatecznie zysk netto sięgnął 1,1 mld PLN (przy nieco niższej efektywnej stopie podatkowej na poziomie 17%).

Konflikt płacowy

Największy związek zawodowy nadal nie zgadza się na propozycję podwyżki płac średnio o około 5,5 tys. PLN w skali roku i utrzymał ultimatum dla Zarządu w sprawie podwyżek rzędu 12 tys. PLN. Kierownictwo Spółki prawdopodobnie nie zaakceptuje tych żądań. Tymczasem związkowcy grożą sporem zbiorowym, a nawet strajkiem. Przeprowadzona skala podwyżek to wzrost kosztów jednostkowych w skali roku o 25 mln PLN (wzrost o 4,3%). Analogiczne podwyżki w całej Grupie implikują wzrost kosztów o 85 mln PLN. Akceptacja postulatów związkowców oznaczałaby ponad dwa razy większy wzrost wydatków. Wydaje się, że jest to mało prawdopodobne i strony ostatecznie wypracują jakiś kompromis. Przypominamy jednocześnie, że utrzymanie stanu zatrudnienia w Grupie na poziomie z końca grudnia 2010 oznaczałoby obniżenie średniego zatrudnienia r/r o około 220 osób, co oznacza około 20 mln PLN oszczędności.

Możliwa wymiana na koncesjach łupkowych

Według spekulacji prasowych Orlen może porozumieć się w sprawie wymiany udziałów w polskich koncesjach łupkowych z amerykańską firmą eksploatującą jedno z największych złóż tego typu w USA. Skala transakcji miałaby wynieść kilkadziesiąt mln USD. Podobne transakcje zapowiadało ostatnio również PGNiG. Takie umowy oceniamy jako prawdopodobne.

Refinansowanie kredytów

Orlen poinformował, że podpisał umowy refinansowania 4 linii kredytowych na łączną kwotę 2,6 mld EUR, które zapadały w latach 2011-12. Zapadalność nowych kredytów przypada na rok 2016. Przypominamy, że m.in. w kontekście tych negocjacji z bankami Orlen w ostatnich kwartałach systematycznie poprawiał swój bilans, również przez przesuwanie długu bankowego do kategorii zobowiązań handlowych oraz sprzedaż zapasów obowiązkowych. Obecnie te formy finansowania mogą nie być już tak korzystne w relacji do kredytów (brak rolowania transakcji na zapasach obowiązkowych z tym samym partnerem i poszukiwanie alternatywnego) i spodziewamy się, że część efektów optymalizacji kapitału obrotowego może się odwrócić.



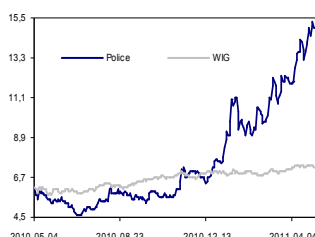
Police (Sprzedaj)

Cena bieżąca: 14,96 PLN Cena docelowa: 9,7 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2011-04-07

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 486,6	2 022,6	36,1%	2 515,6	24,4%	2 212,8	-12,0%	Liczba akcji (mln)	75,0
EBITDA	-327,9	79,8		168,0	110,6%	124,0	-26,2%	MC (cena bieżąca)	1 122,0
marża EBITDA	-22,1%	3,9%		6,7%		5,6%		EV (cena bieżąca)	1 334,8
EBIT	-409,4	5,4		94,5	1639,1%	52,7	-44,2%	Free float	31,8%
Zysk netto	-422,9	27,4		86,6	215,8%	48,2	-44,4%		
P/E		40,9		13,0		23,3		Zmiana ceny: 1m	25,5%
P/CE		11,0		7,0		9,4		Zmiana ceny: 6m	149,3%
P/BV	2,1	2,0		1,7		1,6		Zmiana ceny: 12m	172,0%
EV/EBITDA		17,0		7,9		10,2		Max (52 tyg.)	15,3
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	4,6



W kwietniu Police ponownie zachowywały się znacznie lepiej od szerokiego rynku i zamknęły miesiąc wzrostem notowań o ponad 27%. Uzasadnieniem dla takiego pozytywnego sentymentu jest oczywiście perspektywa bardzo dobrych wyników w 1Q. W naszej opinii, choć wszystko wskazuje na to że pierwsze półrocze może być dla Spółki rzeczywiście jeszcze bardzo korzystne, obecne otoczenie powinno być traktowane jako okazja do wyjścia z inwestycji. Widzimy bowiem duże ryzyko przeceny na światowym rynku zbóż, a co za tym idzie również na rynku nawozowym. Taki scenariusz nie tylko oznaczałby spadek marż, ale również w krótkim terminie ujemny efekt LIFO, który dodatkowo obciążałby wyniki. Tymczasem Spółka nadal posiada wysokie zadłużenie i spore zaległości inwestycyjne oraz remontowe. W tym kontekście utrzymujemy negatywną rekomendację.



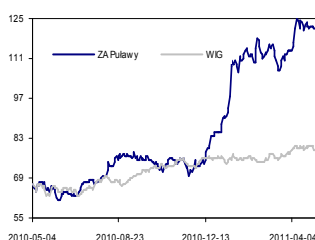
ZA Puławy (Trzymaj)

Cena bieżąca: 121,3 PLN Cena docelowa: 106,1 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2011-02-04

(mIn PLN)	2009/10	2010/11P	zmiana	2011/12P	zmiana	2012/13P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 055,9	2 587,8	25,9%	2 894,5	11,8%	2 949,2	1,9%	Liczba akcji (mln)	19,1
EBITDA	82,2	246,6	200,1%	351,3	42,5%	357,7	1,8%	MC (cena bieżąca)	2 318,6
marża EBITDA	4,0%	9,5%		12,1%		12,1%		EV (cena bieżąca)	2 439,9
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	65,2	17,7		12,3		12,0		Zmiana ceny: 1m	6,4%
P/CE	22,6	10,7		7,7		7,5		Zmiana ceny: 6m	62,8%
P/BV	1,4	1,3		1,2		1,2		Zmiana ceny: 12m	90,1%
EV/EBITDA	27,1	9,7		6,9		6,6		Max (52 tyg.)	125,0
Dyid (%)	6,7	0,8		2,8		4,1		Min (52 tyg.)	61,1



Kurs ZA Puławy po dwóch słabszych miesiącach, w kwietniu zachowywał się lepiej od szerokiego rynku, co można tłumaczyć rosnącymi oczekiwaniami wobec wyników za ostatni kwartał. Podzielamy opinię, iż był to bardzo dobry okres dla Spółki zarówno w segmencie nawozowym jak i chemicznym i nie powinien być już obciążany, jak to miało miejsce w poprzednich kwartałach, jednorazowymi negatywnymi czynnikami (remonty, różnice kursowe). W tym kontekście utrzymujemy jeszcze neutralną rekomendację dla ZAP, ale zwracamy uwagę że istnieje wysokie ryzyko spadku cen zbóż, a co za tym idzie nawozów, w drugiej połowie roku i rekordowe zyski w 1H będą okazją do redukcji pozycji.

Energetyka

Popyt na energię w marcu +2,4% r/r

Według danych PSE popyt na energię w Polsce wzrósł w marcu w ujęciu r/r o 2,4% po wcześniejszym spadku w styczniu o 0,8% i wzroście 3,2% w lutym (w całym kwartale dynamika wyniosła więc 1,5%). Bardziej niż popyt wzrosła produkcja energii (+6,8%), szczególnie w elektrowniach opalanych węglem kamiennym (+11%) z uwagi na otwarte możliwości eksportowe w kierunku zachodnim po wyłączeniu części niemieckich elektrowni atomowych po awarii w japońskiej Fukushima. Ujemne saldo na wymianie międzynarodowej wyniosło w marcu -0,8 TWh wobec średnio 0,4 TWh w pierwszych dwóch miesiącach i 0,3 TWh przed rokiem. W przypadku elektrowni na węgiel brunatny produkcja była zbliżona do poziomu sprzed roku (+0,4%) co należy wiązać z tym, że nowy blok w Bełchatowie jeszcze nie rozpoczął pracy, a trwają przestoje remontowe 2 bloków 370 MW w tej elektrowni, rozpoczęte w kwietniu i sierpniu ubiegłego roku obniżające moc dyspozycyjną, a trwale we wrześniu 2010 wyłączono jeden z bloków w Elektrowni Turów. Warto jednak pamiętać, że w tym roku liczba dni remontowych w Elektrowni Bełchatów będzie istotnie niższa niż przed rokiem (według planu PSE spadnie ona z 672 dni do 534 dni), co oznacza że produkcja powinna wzrosnąć bardziej niż tylko o wytwarzanie z nowego bloku 858 MW.



CEZ (Trzymaj)

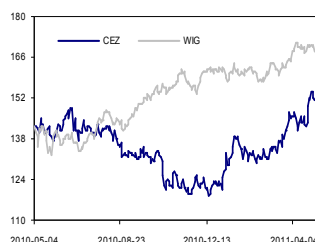
Cena bieżąca: 152,6 PLN

Cena docelowa: 129,5 PLN

Analitik: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-29

(mIn CZK)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	195 583,0	198 848,0	1,7%	200 950,5	1,1%	213 791,8	6,4%	Liczba akcji (mIn)	538,0
EBITDA	91 063,0	89 089,0	-2,2%	86 396,5	-3,0%	92 612,8	7,2%	MC (cena bieżąca)	82 097,2
marża EBITDA	46,6%	44,8%		43,0%		43,3%		EV (cena bieżąca)	110 723,4
EBIT	68 187,0	65 057,0	-4,6%	61 787,1	-5,0%	67 383,8	9,1%	Free float	29,3%
Zysk netto	54 763,0	47 232,0	-13,8%	45 863,3	-2,9%	50 293,6	9,7%		
P/E	9,2	10,6		10,9		10,0		Zmiana ceny: 1m	4,5%
P/CE	6,5	7,0		7,1		6,6		Zmiana ceny: 6m	26,0%
P/BV	2,5	2,3		2,1		1,9		Zmiana ceny: 12m	35,5%
EV/EBITDA	7,0	7,3		7,8		7,4		Max (52 tyg.)	154,0
Dyid (%)	5,3	5,7		5,5		5,1		Min (52 tyg.)	118,7



Akcje CEZ w kwietniu kontynuowały dobrą passę zainicjowaną przez marcowe wyłączenie bloków atomowych w Niemczech i związany z tym wzrost cen energii. Dodatkowym impulsem dla notowań mogła być perspektywa wysokiej stopy dywidendy na poziomie niecałych 6%. W naszej opinii wycena czeskiego koncernu nie jest jednak atrakcyjna na tle chociażby polskich spółek energetycznych, a pozytywny wpływ rosnących cen prądu w Niemczech na rentowność CEZ w najbliższych 2 latach będzie bardzo ograniczony. W najbliższych tygodniach przedstawimy zaktualizowane prognozy finansowe dla Spółki oraz zalecenie inwestycyjne. Na razie utrzymujemy rekomendację neutralną.

Dywidenda 50 CZK na akcję

Zarząd zaproponował wypłatę 26,9 mld CZK z zysku za rok 2010 (stopa wypłaty dywidendy 57%) w formie dywidendy, co implikuje wypłatę 50 CZK na akcję i yield na poziomie 5,6%.

Przyspieszenie sprzedaży terminowej z uwagi na korzystne ceny

CEZ poinformował, że w związku z zamknięciem 7 elektrowni jądrowych w Niemczech i związanym z tym wzrostem cen energii w regionie Spółka zdecydowała o zdyktowaniu sprzedaży terminowej energii na najbliższe lata. W wyniku tego posunięcia wolumen zabezpieczony na rok 2012 stanowi już 87% potencjału wytwórczego, a na rok 2013 32%. Oczywiście wzrost cen energii na rynku niemieckim jest korzystny z punktu widzenia CEZ, ale należy pamiętać że ceny na rok 2011 zostały już w całości zabezpieczone na poziomie 52 EUR/MWh, a na rok 2012 średnia cena we wspomnianym hedgingu (87%) może być szacowana na 53,3 EUR/MWh (65% wolumenu było zabezpieczone do końca lutego po 51 EUR/MWh), co plasuje się poniżej naszych założeń (55,4 EUR/MWh). Cena na rok 2013 nadal jest kwestią otwartą. Zwracamy również uwagę na obserwowane umocnienie CZK vs. EUR, które negatywnie przekłada się na rentowność operacyjną koncernu.



Enea (Trzymaj)

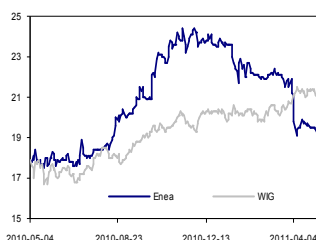
Cena bieżąca: 19,2 PLN

Cena docelowa: 21,43 PLN

Analitik: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-03

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	7 167,0	7 837,0	9,3%	7 882,6	0,6%	8 458,3	7,3%	Liczba akcji (mln)	441,4
EBITDA	1 166,9	1 364,7	16,9%	1 417,4	3,9%	1 610,2	13,6%	MC (cena bieżąca)	8 475,7
marża EBITDA	16,3%	17,4%		18,0%		19,0%		EV (cena bieżąca)	7 277,7
EBIT	505,6	712,0	40,8%	725,5	1,9%	900,3	24,1%	Free float	18,4%
Zysk netto	513,6	639,3	24,5%	676,3	5,8%	762,4	12,7%		
P/E	16,5	13,3		12,5		11,1		Zmiana ceny: 1m	-9,0%
P/CE	7,2	6,6		6,2		5,8		Zmiana ceny: 6m	-20,0%
P/BV	0,9	0,9		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	7,6%
EV/EBITDA	6,6	4,5		5,1		5,5		Max (52 tyg.)	24,4
Dyid (%)	2,4	2,0		3,9		3,2		Min (52 tyg.)	17,5



Fiasko procesu prywatyzacji i zapowiedź odsunięcia go do czasu uruchomienia inwestycji w Elektrowni Kozienice od razu znalazły swoje odzwierciedlenie w kursie Enei i spadków z początku miesiąca nie udało się odrobić. Wycena wydaje się obecnie atrakcyjna, ale niepokojącym czynnikiem z punktu widzenia przyszłej rentowności jest presja na ceny węgla energetycznego. W scenariuszu wzrostu cen energii napędzanych wyłącznie notowaniami głównego paliwa, Enea bez integracji wytwarzania byłaby w najmniej komfortowej sytuacji wśród polskich koncernów energetycznych. Na ten moment utrzymujemy więc neutralną rekomendację.

Prezes o planach inwestycyjnych

Prezes Maciej Owczarek powiedział, że Enea jest zainteresowana przejęciami w sektorze energetycznym. Spółka chce również kupować farmy wiatrowe, a w tym roku możliwa jest finalizacja kilku transakcji o mocy kilkadziesiąt MW każda. Tymczasem UOKiK poinformował, że wpłynął do urzędu wniosek o zgodę na przejęcie przez Eneę udziałów w Elektrociepłowni Białystok, co potwierdza wcześniejsze doniesienia prasowe w tej sprawie. Prezes Elektrowni Kozienice dodał, że do końca maja spółka sprawdzi złożone oferty na budowę bloku 1GW, do września chciałaby uzyskać oferty cenowe i na przełomie października i listopada podpisać umowę na wykonawstwo. Nowy blok ma być uruchomiony w 2016 roku (na razie zgodnie z harmonogramem). Elektrownia chce również zmodernizować 3 najstarsze bloki o mocy 200 MW, które miały być wycofywane w latach 2018-19. Koszt modernizacji jednego takiego bloku może sięgnąć 300 mln PLN, a remont pozwoli na wydłużenie okresu pracy o 15 lat. Na razie inwestycje w nowy blok w Elektrowni Kozienice idą zgodnie z harmonogramem. Pomysł wydłużenia pracy 3 starych bloków nie jest uwzględniany w naszych prognozach więc jeśli będzie realizowany to pozytywnie wpłynie na wycenę Spółki. Akwizycje będzie można ocenić dopiero po poznaniu ewentualnych szczegółów złożonych ofert.

Odchylenia w raporcie rocznym oraz propozycja dywidendy

W opublikowanym raporcie rocznym Enea skorygowała nieznacznie poziom wyników w relacji do danych z raportu kwartalnego. Zysk operacyjny wyniósł 711 mln PLN wobec wcześniej podanych 694 mln PLN, a zysk netto dla jednostki dominującej 639 mln PLN vs. 620 mln PLN. Jednocześnie Zarząd zaproponował wypłatę w formie dywidendy 30% zysku jednostki dominującej, który wyniósł w 2010 roku 364 mln PLN. Implikowałoby to yield na poziomie 1,3%. Odchylenie na poziomie EBIT to głównie efekt korzystniejszego o 2,5 mln PLN salda na pozostałych przychodach/kosztach operacyjnych oraz o 15 mln PLN niższych kosztach zakupu energii na potrzeby sprzedaży (różnicy na poziomie przychodów nie było). Wyższy zysk brutto nie wpłynął jednak istotnie na wysokość podatku i dlatego pozytywna różnica na zysku netto jest większa niż na zysku operacyjnym. Jeśli chodzi o propozycję dywidendy to wydaje się ona niska i prawdopodobnie Skarb Państwa będzie wnioskował o znacznie wyższą wypłatę.



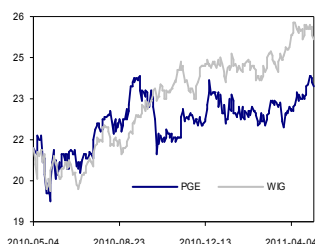
PGE (Akumuluj)

Cena bieżąca: 23,64 PLN Cena docelowa: 26,73 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-06

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	21 623,4	20 476,5	-5,3%	22 398,2	9,4%	24 499,9	9,4%	Liczba akcji (mIn)	1 869,8
EBITDA	7 983,4	6 834,0	-14,4%	7 984,6	16,8%	9 083,4	13,8%	MC (cena bieżąca)	44 201,7
marża EBITDA	36,9%	33,4%		35,6%		37,1%		EV (cena bieżąca)	47 844,2
EBIT	5 344,7	4 185,3	-21,7%	5 090,0	21,6%	5 967,5	17,2%	Free float	30,7%
Zysk netto	3 370,7	2 991,9	-11,2%	3 774,5	26,2%	4 208,4	11,5%		
P/E	12,1	14,8		11,7		10,5		Zmiana ceny: 1m	3,8%
P/CE	6,8	7,8		6,6		6,0		Zmiana ceny: 6m	8,1%
P/BV	1,3	1,2		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	11,0%
EV/EBITDA	5,7	6,6		6,0		6,1		Max (52 tyg.)	24,0
Dyid (%)	3,0	3,0		3,5		4,3		Min (52 tyg.)	19,7



Akcje PGE po słabym 1Q w kwietniu, mimo nadal utrzymującego się ryzyka podaży od MSP, zachowywały się zaskakująco dobrze na tle szerokiego rynku, co należy prawdopodobnie wiązać z korelacją do notowań CEZ-u i poprawą sentymentu do sektora w regionie w związku ze wzrostem cen energii w Niemczech. Być może rynek dyskontował też spodziewaną wysoką w ujęciu r/r dynamikę zysku netto w 1Q wynikającą z braku wykupionych już udziałów mniejszościowych w kluczowych spółkach. Wydaje się jednak, że poziom wyników operacyjnych nie będzie stanowił impulsu do dalszych wzrostów i PGE nie jest najciekawszą ekspozycją z sektora na najbliższych miesiącach. Po ostatnich wzrostach obniżamy naszą rekomendację z kupuj do akumuluj.

PGE Energia Odnawialna o IPO

Zarząd PGE Energia Odnawialna poinformował, że aktualny harmonogram zakłada debiut na GPW w 4Q tego roku (tylko emisja nowych akcji). Według przygotowanej już strategii rozwoju Spółka zamierza w perspektywie 2015 roku dysponować 1 GW mocy w turbinach wiatrowych lądowych. Obecnie złożyła już oferty nabycia projektów na 80 MW, a na przełomie tego i przyszłego roku chce uruchomić 2 własne projekty o mocy 38,5 MW. PGE obok akwizycji analizuje budowę własnych farm wiatrowych i obecnie na różnym etapie przygotowań w takiej formule posiada około 800 MW projektów. Chce również rozwijać energetykę wodną, ale możliwości w tym wypadku są już mocno ograniczone. W tej chwili realizuje kilka własnych inwestycji o potencjale 7 MW. Analizuje także udział w prywatyzacji Zespołu Elektrowni Wodnych Niedzica o mocach 100 MW.



Tauron (Kupuj)

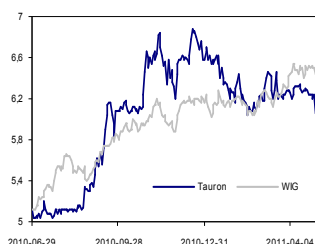
Cena bieżąca: 6,01 PLN

Cena docelowa: 8,87 PLN

Analitik: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-13

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	13 633,6	15 428,9	13,2%	14 688,7	-4,8%	15 853,2	7,9%	Liczba akcji (mIn)	1 752,5
EBITDA	2 580,8	2 758,0	6,9%	2 833,8	2,7%	3 183,0	12,3%	MC (cena bieżąca)	10 532,8
marża EBITDA	18,9%	17,9%		19,3%		20,1%		EV (cena bieżąca)	12 434,7
EBIT	1 259,7	1 399,3	11,1%	1 361,1	-2,7%	1 609,5	18,2%	Free float	58,7%
Zysk netto	732,4	859,1	17,3%	918,9	7,0%	1 068,5	16,3%		
P/E	12,8	12,3		11,5		9,9		Zmiana ceny: 1m	-4,3%
P/CE	4,5	4,7		4,4		4,0		Zmiana ceny: 6m	-9,8%
P/BV	0,8	0,7		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	4,8	4,0		4,4		4,3		Max (52 tyg.)	6,9
Dyidend (%)	0,6	0,0		2,6		2,6		Min (52 tyg.)	5,0



Akcje Tauronu wyraźnie odstawały od CEZ i PGE w ostatnim miesiącu, co trudno w naszej opinii uzasadnić aspektami fundamentalnymi. Po ustaniu ryzyka podaży akcji ze strony MSP kurs nie powinien być również infekowany przez tego rodzaju czynniki. W 1Q spodziewamy się wzrostu wyników w ujęciu r/r, szczególnie na poziomie netto, gdzie udział akcjonariuszy mniejszościowych istotnie spadnie w związku z przeprowadzoną pod koniec ubiegłego roku transakcją. Rezultaty Tauronu za 1Q powinny wyróżniać się na tle branży zarówno pod względem nominalnym jak i jakościowym. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Dywidenda 15 groszy na akcję

Zarząd Taurona zaproponował wypłatę 15 groszy dywidendy na akcję, czyli łącznie 262,9 mln PLN (31% skonsolidowanego zysku netto za rok 2010). Implikowana stopa dywidendy wynosi 2,4%. Dzień dywidendy 30 czerwca a wypłata 20 lipca.

Aktualizacja strategii

Zarząd Taurona przedstawił aktualizację strategii rozwoju Grupy w perspektywie roku 2020. Główną zmianą w relacji do poprzednich planów jest położenie większego nacisku na energię odnawialną i podwojenie celu mocy zainstalowanej w tego typu źródłach z 440 MW do 800 MW. Kluczowe inwestycje w energetyce konwencjonalnej zostały utrzymane, a łączne nakłady w ciągu najbliższych 10 lat mają sięgnąć 44-45 mld PLN. Realizacja strategii ma pozwolić na zmniejszenie udziału generacji węglowej z obecnych 98% do 70% (w tym 15-20% z nowych bloków) przy jednoczesnym zwiększeniu udziału technologii niskoemisyjnych. Produkcja energii w perspektywie 2020 roku ma wzrosnąć o 54% do 36,7 TWh. Spółka nie podała żadnych konkretnych celów finansowych tej strategii bądź skali oszczędności wynikających z prowadzonej restrukturyzacji, więc w krótkim terminie trudno oczekiwać reakcji kursu na tę publikację. Większa dywersyfikacja paliw w ramach wytwarzania powinna być jednak odebrana pozytywnie. W relacji do naszych prognoz zaskakujące są plany poziomu produkcji w 2020 roku (wzrost 54%, a my zakładaliśmy wzrost o 30%) przy zbliżonych mocach zainstalowanych (poza wiatrem). Prawdopodobnie bardziej konserwatywnie podchodzimy do stopnia wykorzystania tych mocy.

Telekomunikacja



Netia (Trzymaj)

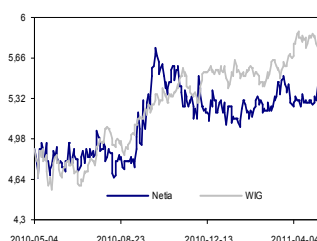
Cena bieżąca: 5,44 PLN

Cena docelowa: 5,4 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 505,9	1 575,9	4,7%	1 614,0	2,4%	1 685,0	4,4%	Liczba akcji (mln)	389,3
EBITDA	312,8	368,8	17,9%	381,4	3,4%	398,2	4,4%	MC (cena bieżąca)	2 118,0
marża EBITDA	20,8%	23,4%		23,6%		23,6%		EV (cena bieżąca)	1 718,6
EBIT	14,2	70,1	392,7%	104,1	48,4%	132,0	26,8%	Free float	55,0%
Zysk netto	88,7	61,2	-31,0%	109,3	78,6%	139,0	27,2%		
P/E	23,9	34,6		19,4		15,2		Zmiana ceny: 1m	2,8%
P/CE	5,5	5,9		5,5		5,2		Zmiana ceny: 6m	0,4%
P/BV	1,1	1,2		1,2		1,2		Zmiana ceny: 12m	17,0%
EV/EBITDA	6,0	4,9		4,5		4,1		Max (52 tyg.)	5,8
Dyid (%)	0,0	0,0		3,6		5,2		Min (52 tyg.)	4,7



Wyniki spółki za 1Q2011 oceniamy neutralnie, z nieco słabszym rezultatem w obszarze bazy abonenckiej. Same wyniki nie powinny mieć wpływu na kurs. Zarząd ogłosił jednak projekt uchwał na WZA, w którym jest punkt o skupie akcji własnych za kwotę 350 mln PLN. Jak już wcześniej pisaliśmy – przy coraz trudniejszym otoczeniu rynkowym i wyhamowaniu wzrostu – tegorocznym eventem w przypadku Netii będzie właśnie skup akcji lub dywidenda z nadwyżki zgromadzonych przez lata środków (382 mln PLN). Podtrzymujemy opinię, że to dobry moment na wyjście z inwestycji w długim okresie, wykorzystując wzrost ceny akcji – oczekiwany w związku ze skupem akcji. Decyzja Zarządu (zakładamy, że zgoda WZA jest formalnością) o skupie zapadnie z chwilą, kiedy wyjaśni się kwestia zakupu akcji Dialogu od KGHM (podtrzymany jest harmonogram do końca 1 półroczu br.), o który zabiega spółka.

Wyniki za 1Q

Wyniki spółki za 1Q2011 oceniamy neutralnie, z nieco słabszym wynikiem w obszarze bazy abonenckiej. Przy przychodach na poziomie 401,2 mln PLN spółka wypracowała 101,4 mln PLN EBITDA i 23 mln PLN straty netto. W naszej prognozie zakładaliśmy odpowiednio 401,2/99/19 mln PLN. Nieznacznie lepszy wynik na poziomie operacyjnym to przede wszystkim efekt dodatniego wyniku na pozostałych przychodach/kosztach operacyjnych (+3,7 mln PLN), na co składa się przede wszystkim 2,7 mln PLN przychodu z tytułu „porozumienia” (raport nie precyzuje czego dotyczy). Strata netto to wynik rozpoznania jako koszt kwoty 58,2 mln PLN, wydatkowana w 2010 w związku z podatkiem dochodowym od osób prawnych z 2003, o co spółka toczy spór z Urzędem Skarbowym. Odpis ma charakter jednorazowy (nie uwzględniany w naszej prognozie) i nie wpływa na wycenę spółki (środki zostały wydane do US w 2010). Na poziomie operacyjnym wyniki są zgodne z naszymi oczekiwaniami. Wzrost przychodów q/q o 6 mln PLN (+1,5%) to efekt rosnącej sprzedaży w obszarze transmisji danych i opłat abonentowych. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami istotnie zwolnił wzrost bazy abonenckiej. W obszarze szerokopasmowego dostępu do internetu wyniósł zaledwie niespełna 14 tys. linii. To najniższy wynik od 4Q2006. Spółka nadal przelacza klientów z BSA (-6 tys. q/q) na LLU (+20 tys. q/q), co ma pozytywny wpływ na obniżkę kosztów. Zaskoczeniem negatywnym jest spadek łącznej liczby linii dzwoniących (tradycyjne usługi głosowe, -5 tys. q/q). Jest to pierwszy spadek od 3Q2007 i wynika, z silnego obniżenia liczby linii WLR (-13 tys. q/q). Po raz pierwszy liczba WLR zaczęła spadać w poprzednim kwartale, jednak była amortyzowana podłączeniami w ramach WLR. W 1Q2011 na LLU (VOiP) Netia przerzuciła jedynie 12 tys. użytkowników. Spadek bazy we własnej sieci to -4 tys. q/q.

Dywidenda lub skup akcji

W projekcie uchwał na WZA zapisano, że cały zysk netto spółki z roku 2010 zostanie przeznaczony na kapitał zapasowy a Zarząd może go przeznaczyć na skup akcji własnych spółki lub wypłatę dywidendy. Dodatkowo fundusz na ten cel zostaje powiększony o 83 mln PLN z zysków zatrzymanych, co oznacza łączną kwotę 350 mln PLN. Zgodnie z projektem uchwały Zarząd musi rozpocząć skup akcji nie później niż na rok od daty podjęcia uchwały a program nie może trwać dłużej niż dwa lata od tej daty. W ramach programu spółka może skupić maksymalnie 12,5% akcji spółki. Maksymalna cena nabycia akcji to 8 PLN za akcję. Ostateczną decyzję podejmie WZA zwołane na 2 czerwca. Informacja oczekiwana przez nas.



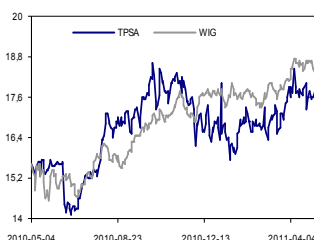
TP SA (Trzymaj)

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

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2011-04-05

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	16 560,0	15 616,2	-5,7%	15 483,4	-0,9%	15 395,2	-0,6%	Liczba akcji (mln)	1 335,6
EBITDA	6 246,0	4 734,0	-24,2%	5 787,3	22,3%	5 874,1	1,5%	MC (cena bieżąca)	23 707,8
marża EBITDA	37,7%	30,3%		37,4%		38,2%		EV (cena bieżąca)	28 535,2
EBIT	2 096,0	947,0	-54,8%	2 059,9	117,5%	2 204,4	7,0%	Free float	45,0%
Zysk netto	1 280,0	166,4	-87,0%	1 283,5	671,2%	1 394,6	8,7%		
P/E	18,5	142,5		18,5		17,0		Zmiana ceny: 1m	-0,8%
P/CE	4,4	6,0		4,7		4,7		Zmiana ceny: 6m	-1,4%
P/BV	1,4	1,6		1,7		1,8		Zmiana ceny: 12m	16,3%
EV/EBITDA	4,5	6,0		4,9		4,8		Max (52 tyg.)	18,7
Dyid (%)	8,5	8,5		8,5		8,5		Min (52 tyg.)	14,1



Podtrzymujemy rekomendację trzymaj dla akcji TP. Wyniki za 1Q2011 nadal nie przyniosły poprawy w obszarze szerokopasmowego dostępu do internetu. Z drugiej strony spółka wypłaca dywidendę z DY na poziomie 8,6%. W krótkim okresie pozytywne dla spółki może okazać się wprowadzenie dopłaty za usługę powszechną (decyzja opóźnia się o kilka tygodni, ma zapaść na początku maja). Przypominamy, że TP wnioskuję o 800 mln PLN za lata 2007-2009 i kolejne ok. 160 mln PLN za 2010. Uzyskanie przez TP nawet połowy kwoty (zawiera również płatności Centertela na rzecz TP) wpływa jednorazowo na wycenę, ale również oznacza roczne wpływy na poziomie ok. 70 mln PLN. Łączny wpływ na wycenę to ok. +1 PLN na akcję.

Wyniki za 1Q – nadal bez progressu

Wyniki TP za 1Q są zbliżone do naszych oczekiwań, nieco słabszy wynik netto to przede wszystkim efekt wyższej niż zakładaliśmy amortyzacji. Przy przychodach na poziomie 3 729 mln PLN (nasza prognoza, konsensus 3 788 mln PLN), spółka wygenerowała 1 345 mln PLN EBITDA (nasza prognoza 1 343 mln PLN, konsensus 1364 mln PLN) oraz zysk netto w wysokości 189 mln PLN (nasza prognoza 241 mln PLN, konsensus 258 mln PLN). Mimo wprowadzenia nowej oferty cenowej wyniki nadal rozczarowują pod kątem bazy abonenckiej w przypadku dostępu ADSL. Baza w tym obszarze skurczyła się o 6 tys. q/q (zakładaliśmy +3 tys.). Dzięki Centertelowi (BSA/CDMA) cały segment dostępu do internetu w Grupie wzrósł o 11 tys. linii, ale jest to wynik rozczarowujący. Z pozytywów: nieznacznie wyższy wzrost liczby abonentów niż oczekiwaliśmy zanotował Centertel (+88 tys. vs. prognoza 80 tys.) a liczba linii tradycyjnych usług głosowych (POTS) obniżyła się o 168 tys. – zakładaliśmy -200 tys. Ponadto w coraz wolniejszym tempie TP traci abonentów w BSA/LLU (łącznie -18 tys., z czego +1 tys. w BSA i -19 tys. w LLU). Zapowiada to słabsze wyniki w tym względzie Netii. Niższe przychody w stosunku do naszej prognozy rozkładają się na prawie wszystkie linie biznesowe, z wyjątkiem usług głosowych, gdzie wynik jest zbliżony z prognozą. Największe negatywne zaskoczenie ma miejsce w Centertelu, który zanotował spadek ARPU q/q z 67,2 PLN do 62,7 PLN. W dużej mierze jest ono wynikiem obniżenia wielkości ruchu (AUPU 229 vs. 235,2 mln w 4Q2010). Przypominamy, że w 2Q2011 baza porównawcza związana z wydarzeniami w Smoleńsku i powodzią będzie wysoka. O 0,8 PLN (do 54,6 PLN) spadło również ARPU w szerokopasmowym dostępie do internetu. Po stronie kosztów istotnej obniżce uległy przede wszystkim wydatki interkonektowe (również niższe przychody z tego tytułu, efekt netto pozytywny na EBITDA) a także nieco mniejsze były koszty wynagrodzeń. Spółka zaraportowała amortyzację na poziomie 978 mln PLN, tj. o 38 mln PLN więcej niż w 4Q2010. W prognozie zakładaliśmy spadek amortyzacji o 10 mln PLN q/q. W wynikach więcej negatywnych zaskoczeń niż pozytywnych, spółka pozostaje inwestycją pod dywidendę z DY na poziomie 8,6% brutto.

Kolejne „porozumienie” z UKE?

Prezes UKE zapowiedziała, że będzie dążyła do nowego porozumienia z TPSA, w którym w ciągu sześciu lat operator zobowiąże się kosztem 7-8 mld PLN wybudować 5 mln łączy światłowodowych do szybkiej transmisji internetowej. Rozmowy pomiędzy stronami są na bardzo wczesnym etapie. Prezes Witucki nie chciał komentować takiej wypowiedzi. Nie wyklucza, że jeżeli dojdzie w ogóle do porozumienia, możliwe jest budowanie 3 mln linii. Wygląda na to, że mamy „pomysł” i brzegowe oczekiwania stron. Naszym zdaniem regulator posuwa się zbyt daleko nakazując po raz kolejny prywatnej spółce wykonanie inwestycji, których nie chcą robić konkurencji – wcześniej niszcząc ten rynek obniżkami cen. Największą konkurencją w dużych miastach TP, czyli operatorzy kablowi, nie podlegają takim regulacjom. Z punktu widzenia TP takie inwestycje miałyby sens jedynie wtedy, gdy konkurenci nie będą mogli uzyskać dostępu do takiej infrastruktury (kwestia otwarta). Bez zapoznania się z warunkami takiego pomysłu nie można jednoznacznie stawiać tezy inwestycyjnej. Inwestorzy przyjmując najgorszy scenariusz przyjmą informacje negatywne.



Nie będzie rekordowej kary

Sąd Ochrony Konkurencji i Konsumentów w Warszawie uchylił decyzję UKE z 2007 roku, która nakładała na TPSA karę w wysokości 338 mln PLN (za niedopełnienie obowiązku dostarczenia do zatwierdzenia cennika usługi Neostrada, jak również za niewypełnienie obowiązku regulacyjnego w zakresie określania ceny usług), TP nie tworzyła na ten cel rezerwy a my nie pomniejszaliśmy wyceny spółki o tę kwotę, co oznacza, że decyzja SOKiK nie ma wpływu (poza efektem medialnym) na nasze postrzeganie atrakcyjności inwestycyjnej TP. Już w chwili decyzji UKE (szczytowy okres eskalacji konfliktu pomiędzy operatorem a regulatorem) wysokość kary w relacji do „przewinienia” wydawała się absurdalna. Obecnie relacje pomiędzy stronami są zdecydowanie lepsze i należy oczekiwać wycofania się UKE z decyzji. Bez wpływu na kurs.

Media



Agora (Akumuluj)

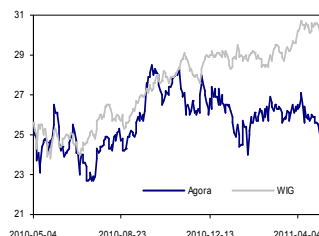
Cena bieżąca: 24,55 PLN Cena docelowa: 28,9 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-03

Podstawowe dane (mIn PLN)

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana		
Przychody	1 110,1	1 116,7	0,6%	1 268,5	13,6%	1 345,4	6,1%	Liczba akcji (mln)	50,9
EBITDA	134,1	167,3	24,8%	185,4	10,8%	202,4	9,2%	MC (cena bieżąca)	1 250,5
marża EBITDA	12,1%	15,0%		14,6%		15,0%		EV (cena bieżąca)	1 128,7
EBIT	52,9	84,9	60,5%	86,6	2,0%	103,3	19,2%	Free float	49,9%
Zysk netto	38,3	71,9	87,7%	68,2	-5,2%	85,7	25,7%		
P/E	32,7	17,4		18,3		14,6		Zmiana ceny: 1m	-7,3%
P/CE	10,5	8,1		7,5		6,8		Zmiana ceny: 6m	-9,4%
P/BV	1,0	1,0		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	3,6%
EV/EBITDA	8,0	7,1		6,1		5,2		Max (52 tyg.)	28,5
Dyid (%)	0,0	2,0		2,7		2,7		Min (52 tyg.)	22,7



Pierwszy kwartał był dla Agory niezwykle trudnym okresem, w którym poza spowolnieniem odbicia spółka musiała zmierzyć się z wzrastającymi po okresie mocnego zaciskania pasa kosztami działalności. W naszej opinii jednak słabość pierwszego kwartału nie powinna znaleźć potwierdzenia w kolejnych kwartałach i oczekujemy, że dzięki poprawie sytuacji w reklamie, a także uwzględniając ponad 10 mln PLN negatywnych wydarzeń jednorazowych obniżających historyczną bazę wyników (7,7 mln PLN kosztu odpisu wartości systemu IT, 2,5 mln PLN kosztów przejęcia Heliosa) Agorze uda się nadrobić ubytek wyniku z pierwszych trzech miesięcy roku. Dodatkowo większe niż w przypadku pierwszego kwartału wsparcie dla osiąganych wyników powinien przynieść segment kinowy, który po okresie marazmu z początku roku powinien nabierać dynamiki wzrostu. Na bazie bieżącego wskaźnika EV/EBITDA spółka notowana jest z ponad 10% dyskontem w stosunku do spółek porównywalnych, co implikuje pewien potencjał wzrostowy. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Wyniki sprzedaży dzienników w lutym

Rozpowszechnianie płatne *Gazety Wyborczej* spadło o 7,2%. W tym samym czasie rozpowszechnianie płatne *Faktu*, *Gazety Codziennej* spadło o 6,5%, *Rzeczpospolitej* spadło o 3,9%, *Super Expressu* spadło o 2,6%, a *Dziennika*, *Gazety Prawnej* o 2,2%. Był to słabszy miesiąc dla *Gazety Wyborczej*, gdzie w ostatnich miesiącach widoczne było wygaszenie trendu spadkowego w rozpowszechnianiu. Dodatkowo słabiej wyglądała sprzedaż kioskowa, która w lutym spadła o 10,6% (w styczniu spadek ten wynosił 2,1%). Zakończyła się też dobra passa *Rzeczpospolitej*, której sprzedaż kioskowa spadła o 4,9%, po pięciu z rzędu miesiącach wzrostu sprzedaży. Nieco lepiej niż w poprzednich miesiącach (za wyjątkiem szczególnego dla tego tytułu stycznia) spisał się *Dziennik*, *Gazeta Prawna* (14,1% spadku sprzedaży kioskowej, 7,2% spadku sprzedaży w prenumeracie).

Problemy z połączeniem Kinopleksu i Heliosa

Parkiet poinformował o problemach jakie może napotkać Agora w procesie łączenia Heliosa i Kinopleksu (spółka zależna Heliosa) w związku ze sporem sądowym jaki toczy się między Heliosem a jednym z jego mniejszościowych udziałowców: Tomaszem Gromkowskim. Spór dotyczy uchwały dotyczącej przejęcia Kinopleksu przez Heliosa, a na które zgody nie wyraził Gromkowski. Proces ten może uniemożliwić połączenie Kinopleksu i Heliosa, jednak nie powinien mieć wpływu na prowadzenie działalności operacyjnej przez obydwa podmioty. W takim wypadku Agora nie wygeneruje oszczędności jakie wiązałyby się z połączeniem spółek zależnych, jednak ich skala jest naszym zdaniem niewielka (maksimum 1-2 mln PLN).

Publikacja raportu rocznego

Agora opublikowała raport roczny za 2010 rok. Skonsolidowane przychody roczne wyniosły 1116,7 mln PLN, zysk operacyjny 84,9 mln PLN, a zysk netto 71,9 mln PLN. Wyniki są zgodne z danymi opublikowanymi w raporcie za 4Q2010.

IGRZ o 1Q2011 w outdoorze

Według danych Izby Gospodarczej Reklamy Zewnętrznej wartość segmentu outdooru spadła w okresie pierwszego kwartału o 5%. Jednocześnie Lech Kaczoń, Prezes Izby, podtrzymał swoje wcześniejsze prognozy, że w skali całego roku segment reklamy zewnętrznej powiększy się o 6%. Problemy segmentu outdooru w pierwszym kwartale naszym zdaniem nie dotknęły Agory. Spodziewamy się, że w ramach tego segmentu wpływy reklamowe Grupy wzrosły o 2%. W skali całego 2011 roku nasza prognoza jest nieco bardziej konserwatywna niż oczekiwania IGRZ.



(zakładamy 3-4% wzrost). Podobnie jak w przypadku całego rynku reklamy także w outdoorze słabszy pierwszy kwartał traktujemy w tym momencie jako efekt zwiększonej ostrożności reklamodawców po zbyt dużym optymizmie pierwszych kwartałów 2010 roku (co skutkowało później gwałtownym cięciem wydatków w czwartym kwartale).



Cinema City (Akumuluj)

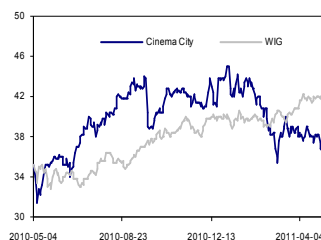
Cena bieżąca: 37 PLN

Cena docelowa: 42,9 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-03

(mIn EUR)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)
Przychody	211,6	240,6	13,7%	270,9	12,6%	317,9	17,4%	Liczba akcji (mln) 51,2
EBITDA	46,5	57,7	24,0%	61,6	6,7%	75,5	22,6%	MC (cena bieżąca) 1 894,4
marża EBITDA	22,0%	24,0%		22,7%		23,7%		EV (cena bieżąca) 1 840,5
EBIT	30,2	38,2	26,6%	41,2	7,6%	53,3	29,6%	Free float 17,6%
Zysk netto	24,4	33,2	35,7%	35,0	5,5%	45,5	30,0%	
P/E	19,5	14,5		13,7		10,5		Zmiana ceny: 1m -3,9%
P/CE	11,7	9,1		8,6		7,1		Zmiana ceny: 6m -13,3%
P/BV	2,6	2,3		2,0		1,7		Zmiana ceny: 12m 18,2%
EV/EBITDA	12,0	8,3		7,6		6,1		Max (52 tyg.) 45,1
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		14,6		Min (52 tyg.) 31,3



Podtrzymujemy opinię, że słabość wyników pierwszego kwartału powinna zostać zrekompensowana rezultatami kolejnych okresów dzięki powiększeniu bazy kinowej (nowe otwarcia, konsolidacja aktywów przejętych od Palace Cinema) oraz lepszemu repertuarowi. Dodatkowo drugi kwartał ubiegłego roku był w działalności kinowej na rynku polskim obciążony jednorazowymi wydarzeniami w postaci żałoby narodowej oraz powodzi, które negatywnie odbijały się na sprzedaży biletów. Chociaż bieżąca wycena Cinema City mimo korekty nadal charakteryzuje się sporą premią w stosunku do spółek porównywalnych (22% premii na bazie bieżącego EV/EBITDA oraz 10% dyskonta na bazie bieżącego P/E), to jednak jej poziom uznajemy za w pełni uzasadniony dalszym rozwojem sieci kinowej. Rekomendujemy akumulowanie akcji Cinema City.

Przejęcie funkcji operatora dla trzech multipleksów na Węgrzech

Cinema City poinformowało o zawarciu z SEGECE (spółką prawa francuskiego zależną od Klepierre SA), umowy najmu dla trzech kin, łącznie z 17 ekranami, działających pod marką Palace Cinemas na Węgrzech: Palace Cinemas Duna Plaza w Budapeszcie (7 ekranów z 1 682 miejscami), Palace Cinemas Nyir Plaza w Nyiregyhaza (6 ekranów ze 1003 miejscami) i Palace Cinemas Kaposvar Plaza (4 ekrany z 634 miejscami). Prowadzenie tych kin zostanie przejęte od spółki Palace Mozi Szorakoztato Kft. Przejęcie kin dodatkowo wzmacnia pozycję spółki na Węgrzech. W tej chwili brak jest informacji na temat zyskowności przejętych do prowadzenia aktywów. Wcześniej spółka informowała jednak, że z Grupy Palace Cinema przejęła najbardziej rentowne obiekty, a pozostałe kina pozostawały nierentowne.



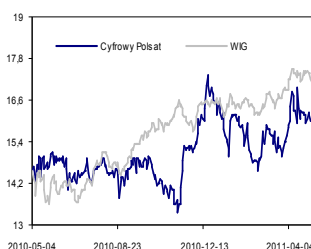
Cyfrowy Polsat (Trzymaj)

Cena bieżąca: 16,04 PLN Cena docelowa: 15,3 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-17

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 266,1	1 482,5	17,1%	1 528,8	3,1%	1 578,9	3,3%	Liczba akcji (mIn)	268,3
EBITDA	327,4	406,9	24,3%	449,3	10,4%	479,2	6,6%	MC (cena bieżąca)	4 303,9
marża EBITDA	25,9%	27,5%		29,4%		30,3%		EV (cena bieżąca)	4 244,4
EBIT	285,5	325,8	14,1%	354,2	8,7%	358,3	1,2%	Free float	14,0%
Zysk netto	237,9	258,5	8,6%	286,8	11,0%	290,7	1,3%		
P/E	18,1	16,7		15,0		14,8		Zmiana ceny: 1m	0,9%
P/CE	15,4	12,7		11,3		10,5		Zmiana ceny: 6m	17,1%
P/BV	13,0	9,6		7,7		6,5		Zmiana ceny: 12m	12,6%
EV/EBITDA	13,0	10,5		9,4		8,6		Max (52 tyg.)	17,3
Dyid (%)	4,7	3,6		4,2		4,4		Min (52 tyg.)	13,4



W naszej opinii nowo nabyty segment telewizyjny działalności posiada największy potencjał do generowania pozytywnych zaskoczeń w tym roku. Dzięki wejściu kanałów tematycznych do dystrybucji w Cyfrze Plus, Multimediami i platformie 'n' przekładać się będzie na wzrost przychodów subskrypcyjnych, które w 100% powiększają wypracowany wynik operacyjny (brak dodatkowych kosztów związanych z poszerzeniem dystrybucji). Ponadto poszerzony zasięg techniczny wyraźnie przekładał się na wzrost udziałów w widowni, co przekładać powinno się na powiększenie udziałów w rynku reklamowym. Z drugiej strony usługa szerokopasmowego dostępu do Internetu w najbliższych latach nadal przynosić będzie straty. Dodatkowym czynnikiem ryzyka jest też ewentualna podaż akcji ze strony głównego akcjonariusza. Z uwagi na czynnik podaży uważamy, że mimo obiecujących perspektyw płynących z fundamentów spółki notowania Cyfrowego Polsatu pozostaną pod silną presją. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Podpisanie umów kredytowych

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

Emisja warrantów subskrypcyjnych

Cyfrowy Polsat wyemitował warranty subskrypcyjne uprawniające do objęcia akcji spółki po 14,37 PLN. Warranty zostały wyemitowane do akcjonariuszy Telewizji Polsat i stanowią jeden z warunków zawieszających transakcję przejęcia przez Cyfrowy Polsat 100% udziałów w Telewizji Polsat.

Wpływy cennikowe z reklam w pierwszym kwartale

Wpływy z reklam Telewizji Polsat, przejmowanej przez Cyfrowy Polsat, w pierwszym kwartale 2011 roku wyniosły 629,1 mln PLN i były o 14,9% wyższe niż w analogicznym okresie ubiegłego roku. Na drugim miejscu w zestawieniu znalazł się TVN, który zanotował spadek przychodów reklamowych o 2,6% do 571,5 mln PLN. Trzecia była TVP 1 z kwotą blisko 486 mln PLN, czyli o 2,7% niższą niż rok wcześniej. Natomiast czwarta TVP 2 odnotowała wzrost wpływów z reklam o 3,6% do poziomu 320,9 mln PLN. Dane o cennikowych wpływach nie stanowią dobrego estymatora ostatecznych wpływów z reklamy. Dość dynamiczne zmiany w polityce rabatowej stosowanej przez każdą ze stacji powodują, że zarówno same dynamiki cennikowe jak i porównanie cennikowych wpływów pomiędzy poszczególnymi stacjami ma bardzo małą wartość poznawczą dla rzeczywistych przychodów z reklamy. Oczekujemy, że zarówno Polsat jak i TVN zanotowały kilkuprocentowy wzrost przychodów reklamowych w omawianym okresie.

Wyniki oglądalności za marzec: słaby TVN, Polsat w górę

Całodobowa oglądalność kanału TVN spadła w marcu z 17,2% do 15,4%. W skali całej Grupy oglądalność spadła z 22,4% do 21,0% (spadek oglądalności w kanale głównym został częściowo zrekomensowany wzrostem oglądalności TVN24 z 2,5% do 3,1%). W tym samym czasie oglądalność kanałów Grupy Polsatu wzrosła z 18,4% do 20,6% (sam główny kanał

polsatowski poprawił oglądalność z 14,5% do 14,8%). Oglądalność Grupy TVP spadła z 39,1% do 38,7%, przy czym oglądalność TVP1 spadła z 20,0% do 19,6%, a TVP2 spadła z 14,5% do 13,8%. Podobne tendencje widoczne są również w grupie komercyjnej widzów. Wyraźne jest wzmocnienie Polsatu na skutek wejścia do części kabłówek i Cyfry Plus. Relatywnie dobra postawa TVP jest efektem znaczących nakładów poniesionych na wiosenną ramówkę oraz wzrostu oglądalności kanałów tematycznych. Umocnienie Polsatu powinno być naszym zdaniem widoczne do końca trzeciego kwartału kiedy doszło do wejścia stacji tematycznych Grupy do Cyfry. Oczekujemy, że lepsze ratingi Polsatu mogą przekładać się na zmianę preferencji reklamodawców.

Wykonanie umowy inwestycyjnej

Spółka poinformowała o spełnieniu warunków zawieszających i wykonaniu umowy inwestycyjnej dotyczącej nabycia 100% udziałów w Telewizji Polsat. W wyniku realizacji umowy Cyfrowy Polsat wyemituje około 80 mln akcji na rzecz udziałowców Telewizji Polsat. Ponadto część rozliczenia między stronami będzie miało charakter gotówkowy: 2,6 mld PLN, zapłacone zostanie ze środków pozyskanych z zaciągniętych kredytów. Finalizacja transakcji była oczekiwana od dłuższego czasu. Oznacza ona, że w drugim kwartale prócz segmentu płatnej telewizji i telekomunikacyjnego Cyfrowy Polsat konsolidować będzie również wyniki nowo powstałego segmentu nadawania telewizyjnego.

WZA zwołane na 19 maja

Cyfrowy Polsat zwołał Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy na 19 maja. Przedmiotem WZA będzie zatwierdzenie sprawozdania za 2010 rok oraz udzielenie absolutorium Członkom Zarządu i Rady Nadzorczej. Prócz tego głosowane będą zmiany w statucie spółki uwzględniające emisję kapitału związaną z akwizycją Telewizji Polsat. W kwestii podziału zysku projekty uchwał przewidują przeznaczenie całości wypracowanego zysku na kapitał zapasowy. Zarząd już wcześniej zapowiadał brak dywidendy za 2010 rok w związku z potrzebami finansowymi wynikającymi z akwizycji Telewizji Polsat, dlatego też pozostawienie zysku w spółce nie stanowi zaskoczenia.

Umowa w kwestii dystrybucji kanałów tematycznych

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

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

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



TVN (Trzymaj)

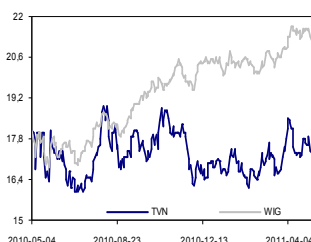
Cena bieżąca: 17,3 PLN

Cena docelowa: 18,1 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-04-05

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 123,4	2 493,8	17,4%	2 753,9	10,4%	3 058,3	11,1%	Liczba akcji (mIn)	341,9
EBITDA	794,8	610,7	-23,2%	755,7	23,7%	915,7	21,2%	MC (cena bieżąca)	5 914,5
marża EBITDA	37,4%	24,5%		27,4%		29,9%		EV (cena bieżąca)	8 161,4
EBIT	612,1	363,8	-40,6%	499,0	37,2%	664,6	33,2%	Free float	43,7%
Zysk netto	420,8	45,6	-89,2%	280,8	515,7%	394,5	40,5%		
P/E	14,0	129,7		21,1		15,0		Zmiana ceny: 1m	-6,5%
P/CE	9,8	20,2		11,0		9,2		Zmiana ceny: 6m	-3,8%
P/BV	4,6	5,5		4,4		3,6		Zmiana ceny: 12m	3,2%
EV/EBITDA	9,8	13,7		10,8		8,6		Max (52 tyg.)	18,9
Dyid (%)	4,5	1,8		0,0		1,4		Min (52 tyg.)	16,0



Pierwszy kwartał jest naszym zdaniem najprawdopodobniej jedynie przejściowym problemem rynku reklamowego wynikającym ze zwiększonej ostrożności reklamodawców, po zbytnim optymizmie ubiegłego roku. W przypadku TVN dodatkowe ryzyko dla prognoz wzrostu przychodów reklamowych wiąże się jednak z utratą udziałów w oglądalności na rzecz kanałów Telewizji Polsat. Wzrost konkurencji ze strony Polsatu przełożyć się może bądź na spadek udziałów Grupy TVN na rynku reklamowym, bądź też wymusi na spółce większe nakłady na programming. W obu przypadkach będzie negatywnie wpływać na generowane wyniki. Uwzględniając powyższe czynniki oraz fakt, że spółka notowana jest obecnie z istotną premią relacji do zagranicznych spółek porównywalnych podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Wpływy cennikowe z reklam w pierwszym kwartale

Wpływy z reklam Telewizji Polsat, przejmowanej przez Cyfrowy Polsat, w pierwszym kwartale 2011 roku wyniosły 629,1 mln PLN i były o 14,9% wyższe niż w analogicznym okresie ubiegłego roku. Na drugim miejscu w zestawieniu znalazł się TVN, który zanotował spadek przychodów reklamowych o 2,6% do 571,5 mln PLN. Trzecia była TVP 1 z kwotą blisko 486 mln PLN, czyli o 2,7% niższą niż rok wcześniej. Natomiast czwarta TVP 2 odnotowała wzrost wpływów z reklam o 3,6% do poziomu 320,9 mln PLN. Dane o cennikowych wpływach nie stanowią dobrego estymatora ostatecznych wpływów z reklamy. Dość dynamiczne zmiany w polityce rabatowej stosowanej przez każdą ze stacji powodują, że zarówno same dynamiki cennikowe jak i porównanie cennikowych wpływów pomiędzy poszczególnymi stacjami ma bardzo małą wartość poznawczą dla rzeczywistych przychodów z reklamy. Oczekujemy, że zarówno Polsat jak i TVN zanotowały kilkuprocentowy wzrost przychodów reklamowych w omawianym okresie.

Wyniki oglądalności za marzec: słaby TVN, Polsat w górę

Całodobowa oglądalność kanału TVN spadła w marcu z 17,2% do 15,4%. W skali całej Grupy oglądalność spadła z 22,4% do 21,0% (spadek oglądalności w kanale głównym został częściowo zrekomensowany wzrostem oglądalności TVN24 z 2,5% do 3,1%). W tym samym czasie oglądalność kanałów Grupy Polsatu wzrosła z 18,4% do 20,6% (sam główny kanał polsatowski poprawił oglądalność z 14,5% do 14,8%). Oglądalność Grupy TVP spadła z 39,1% do 38,7%, przy czym oglądalność TVP1 spadła z 20,0% do 19,6%, a TVP2 spadła z 14,5% do 13,8%. Podobne tendencje widoczne są również w grupie komercyjnej widzów. Wyraźne jest wzmocnienie Polsatu na skutek wejścia do części kablówek i Cyfry Plus. Relatywnie dobra postawa TVP jest efektem znaczących nakładów poniesionych na wiosenną ramówkę oraz wzrostu oglądalności kanałów tematycznych. Umocnienie Polsatu powinno być naszym zdaniem widoczne do końca trzeciego kwartału kiedy doszło do wejścia stacji tematycznych Grupy do Cyfry. Oczekujemy, że lepsze ratingi Polsatu mogą przekładać się na zmianę preferencji reklamodawców.

Umowa w kwestii dystrybucji kanałów tematycznych

Cyfrowy Polsat i TVN podpisały porozumienie na mocy, którego od początku maja do dystrybucji za pośrednictwem platformy 'n' wchodzi kanały Telewizji Polsat: Polsat, Polsat HD, Polsat News, Polsat Cafe, Polsat Play, TV Biznes, Polsat JimJam, a w dalszej perspektywie również Polsat Sport News. Jednocześnie Cyfrowy Polsat kontynuować będzie dystrybucję kanałów Grupy TVN: TVN, TVN 7, TVN24, TVN Turbo, TVN Meteo i TVN Style, a także rozpocznie udostępnianie kanałów TVN CNBC i Telezakupy Mango oraz kanału TVN w wersji HD i HD+1. Umowa będzie obowiązywać do 30 kwietnia 2015 roku. Porozumienie jest naszym zdaniem korzystne dla obydwu stron. Poszerzenie dystrybucji swoich kanałów tematycznych da Cyfrowemu Polsatowi wymierne korzyści płynące z opłat subskrypcyjnych oraz potencjału wzrostu przychodów reklamowych (efekt oczekiwanego wzrostu oglądalności). Z kolei platforma



'n' wzmacnia swoją pozycję konkurencyjną dzięki znaczącemu poszerzeniu oferty. Istotne znaczenie dla TVN ma też poszerzenie dystrybucji kanału TVN CNBC. W krótkim okresie na nowej umowie finansowo bardziej skorzysta Cyfrowy Polsat, gdyż jego kanały tematyczne będą miały z pewnością wyższe opłaty licencyjne niż TVN CNBC. Korzyści dla TVN ujawniać się będą w dłuższym okresie dzięki możliwym nowym pozyskaniom klientów. Ważnym z punktu widzenia Cyfrowego Polsatu aspektem umowy jest wyłączenie z porozumienia kanałów sportowych. Stanowią one istotny element przewagi konkurencyjnej polsatowskiej platformy cyfrowej i z tego punktu widzenia zatrzymanie monopolu na ich dystrybucję odczytujemy jako dobre posunięcie.



IT

OCSŁR zawieszone?

Computerworld powołując się na wypowiedź Podsekretarza Stanu Piotra Kołodziejczyka poinformował o unieważnieniu przetargu na OCSŁR. Według nieoficjalnych informacji *Computerworldu*, powodem planowanego unieważnienia jest przedłużający się przetarg, co może spowodować, że tzw. TETRA nie zadziała na Mistrzostwach Europy w piłce nożnej Euro 2012, więc przedstawiciele MSWiA postanowili rozszerzyć zakres projektu na całą Polskę i unieważnić dotychczasowy przetarg. Wartość tego projektu szacowano na około 0,5 mld PLN. Kolejny przetarg trafił na proceduralne problemy. W przypadku unieważnienia dotychczasowego postępowania najprawdopodobniej nie uda się rozpocząć prac nad projektem w tym roku.



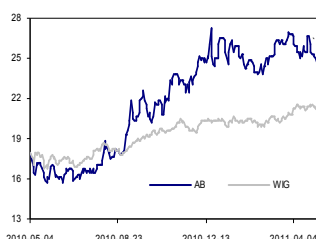
AB (Akumuluj)

Cena bieżąca: 24,62 PLN Cena docelowa: 27,6 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mln PLN)	2008/09	2009/10	zmiana	2010/11P	zmiana	2011/12P	zmiana	Podstawowe dane (mln 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)	380,6
marża EBITDA	2,9%	2,2%		2,3%		2,0%		EV (cena bieżąca)	465,3
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	14,6	10,8		7,8		8,9		Zmiana ceny: 1m	-7,8%
P/CE	12,1	9,4		7,0		7,9		Zmiana ceny: 6m	4,9%
P/BV	1,5	1,3		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	50,1%
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.)	15,7



W maju AB publikuje wyniki trzeciego kwartału roku obrotowego 2010/11, który powinien być dziewiątym już z kolei, w którym spółka poprawi wynik netto w ujęciu r/r. Rozpoczęta w kwietniu korekta notowań obniżyła wskaźniki wyceny spółki do 7,8xP/E na zysku roku obrotowego 2010/2011 (uwzględniającym rozwiązanie rezerwy na spór z Raiffeisenem) oraz 8,9xP/E według zysku prognozowanego za 2011/2012. Ponadto materializacja naszych oczekiwań w odniesieniu do 3Q2010/2011 uczyni naszą prognozę mocno konserwatywną i może przekładać się na ewentualne podniesienie naszych całorocznych założeń. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.



Action (Akumuluj)

Cena bieżąca: 19,9 PLN

Cena docelowa: 18,16 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2008/09	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 079,4	2 160,7	-29,8%	2 320,1	7,4%	2 545,5	9,7%	Liczba akcji (mln)	17,2
EBITDA	49,9	48,9	-1,9%	53,8	9,9%	59,4	10,5%	MC (cena bieżąca)	342,9
marża EBITDA	1,6%	2,3%		2,3%		2,3%		EV (cena bieżąca)	409,3
EBIT	38,1	37,2	-2,3%	44,8	20,5%	50,3	12,4%	Free float	25,7%
Zysk netto	23,3	26,4	13,2%	32,3	22,6%	37,3	15,5%		
P/E	14,7	13,0		10,6		9,2		Zmiana ceny: 1m	4,7%
P/CE	9,8	9,0		8,3		7,4		Zmiana ceny: 6m	7,6%
P/BV	1,9	1,8		1,6		1,5		Zmiana ceny: 12m	1,5%
EV/EBITDA	7,8	8,5		7,6		6,7		Max (52 tyg.)	21,3
Dyid (%)	0,0	4,1		2,8		3,8		Min (52 tyg.)	15,9



Pierwszy kwartał potwierdzi naszym zdaniem potencjał Actionu do znaczącej poprawy wyników finansowych w tym roku. Spółce uda się przebić w tym okresie ubiegłoroczną bazę, mimo że wyniki 1Q2010 zostały mocno wsparte przez różnice kursowe (szacujemy ich wpływ netto na wynik operacyjny na około 1,5 mln PLN). Ponadto zgodnie z zapowiedziami Zarządu ma zostać opublikowana prognoza wyników na 2011 roku i spodziewamy się, że za cel do osiągnięcia jaki przyjmie Zarząd wyniesie na poziomie netto około 35 mln PLN, co powinno zostać pozytywnie odebrane przez rynek, a jednocześnie jest w naszym odczuciu celem realnym. W najbliższym czasie planujemy dokonać aktualizacji naszej rekomendacji z uwzględnieniem bardziej obiecujących perspektyw na bieżący rok. Dlatego też podtrzymujemy rekomendację akumuluj mimo realizacji naszej ceny docelowej.

Prezes o pierwszym kwartale i tegorocznych perspektywach

Prezes Bieliński poinformował w wywiadzie dla PAP, że pierwszy kwartał zakończył się dwucyfrową dynamiką przychodów. Ponadto dotychczasowe zamówienia wskazują, że w drugim kwartale dynamika ta powinna ulec utrzymaniu, bądź nawet zwiększeniu. Spółka pracuje w tej chwili nad całoroczną prognozą, która ma zostać wkrótce opublikowana. Prognoza ta nie będzie uwzględniała przejęć, które jest możliwe w końcówce roku. Nasze prognozy na 1Q2011 zakładają wzrost skonsolidowanych przychodów spółki o 11,8%. Są zatem zgodne z oczekiwaniami Zarządu. W odniesieniu do planowanej prognozy wyników to realnym celem w niej założonym może być około 35 mln PLN zysku netto (Prezes wspomina o konserwatywnych założeniach prognozy). Wyższe prognozy raczej nie będą przez rynek dyskutowane jako konserwatywny cel. Taka prognoza implikuje 9,7xP/E co jest wyceną zbliżoną do wyceny spółek porównywalnych, jednak z uwagi na większą dynamikę polskiego rynku dawałoby spółce potencjał wzrostowy.

WZA za wypłatą 0,43 PLN dywidendy na akcję

WZA Actionu, które odbyło się 27 kwietnia zdecydowało o przeznaczeniu 7,1 mln PLN z wypracowanego zysku netto (0,43 PLN na akcję) na wypłatę dywidendy. Na dzień dywidendy wybrano 16 maja. Dzień wypłaty dywidendy nastąpi 30 maja 2011 roku. Rentowność dywidendowa implikowana wypłacaną kwotą i obecną kapitalizacją spółki to 2,2%.



ASBIS (Akumuluj)

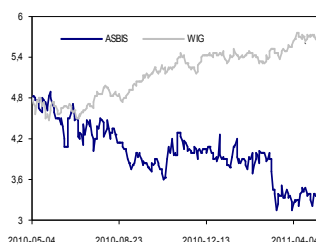
Cena bieżąca: 3,36 PLN

Cena docelowa: 4,32 PLN

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn USD)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 167,9	1 435,1	22,9%	1 490,8	3,9%	1 620,0	8,7%	Liczba akcji (mln)	55,5
EBITDA	5,8	13,0	124,8%	19,0	46,0%	25,1	32,0%	MC (cena bieżąca)	186,5
marża EBITDA	0,5%	0,9%		1,3%		1,5%		EV (cena bieżąca)	281,0
EBIT	2,9	9,4	225,6%	16,0	69,6%	22,0	37,6%	Free float	41,0%
Zysk netto	-3,2	0,9		7,8	738,4%	12,6	62,2%		
P/E		75,4		9,0		5,5		Zmiana ceny: 1m	3,4%
P/CE		15,5		6,5		4,4		Zmiana ceny: 6m	-21,5%
P/BV	0,8	0,7		0,7		0,6		Zmiana ceny: 12m	-29,7%
EV/EBITDA	14,1	7,9		5,6		4,2		Max (52 tyg.)	4,9
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,1



Duże rozczarowanie jakie Asbis sprawił inwestorom swoimi wynikami za ostatnie kwartały a także prognozą wyników finansowych na 2011 rok spowodowało znaczne pogorszenie sentymentu w stosunku do spółki i spadek notowań. W naszej opinii opublikowana przez Zarząd prognoza (zysk netto w wysokości 6,0-7,5 mln USD) jest mocno konserwatywna i uwzględniając dalszy rozwój sprzedaży na rynkach byłego ZSRR całoroczne osiągnięcie spółki powinno ukształtować się w górnych granicach widełek przewidzianych prognozą. Ponadto w pierwszych czterech miesiącach roku korzystnie dla spółki kształtowały się kursy walutowe, co wspierać powinno wyniki 1Q2011. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.



Asseco Poland (Kupuj)

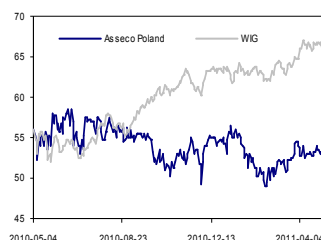
Cena bieżąca: 52,8 PLN

Cena docelowa: 65,3 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-08-31

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 050,3	3 195,8	4,8%	3 389,2	6,1%	3 616,2	6,7%	Liczba akcji (mIn)	77,6
EBITDA	646,1	676,1	4,6%	663,2	-1,9%	692,0	4,3%	MC (cena bieżąca)	4 095,5
marża EBITDA	21,2%	21,2%		19,6%		19,1%		EV (cena bieżąca)	4 009,0
EBIT	525,5	550,1	4,7%	537,0	-2,4%	563,1	4,9%	Free float	152,7%
Zysk netto	373,4	414,6	11,1%	383,0	-7,6%	409,0	6,8%		
P/E	11,0	9,9		10,7		10,0		Zmiana ceny: 1m	-1,7%
P/CE	8,3	7,6		8,0		7,6		Zmiana ceny: 6m	1,2%
P/BV	0,9	0,8		0,8		0,7		Zmiana ceny: 12m	1,1%
EV/EBITDA	7,0	6,2		6,0		5,5		Max (52 tyg.)	58,6
Dyid (%)	2,6	3,0		2,8		3,0		Min (52 tyg.)	49,0



W maju nastąpi publikacja bardzo dobrych wyników finansowych za pierwszy kwartał 2011 roku. W ubiegłym roku na skutek obaw o podaż akcji (zapowiadana i ostatecznie zrealizowana w listopadzie ostateczna sprzedaż akcji własnych) notowania spółki zachowywały się bardzo słabo mimo osiągnięcia bardzo dobrych wyników finansowych za ten okres. Wierzmy jednak, że zamknięcie problemu akcji własnych oraz zapowiedziane przez Prezesa Adama Górala tymczasowe odstępianie od planów wprowadzenia akcji do notowań na NASDAQ (co miałyby być połączone z emisją akcji na tamtejszym rynku) powinno pozwolić inwestorom skupić się na znakomitych wynikach raportowanych przez spółkę. Obecnie spółka notowana jest z 14% dyskontem w relacji do spółek porównywalnych, co naszym zdaniem nie jest uzasadnione perspektywami rozwoju Asseco Poland. Chociaż z uwagi na olbrzymią już obecnie skalę działalności spółce trudno będzie dalej dynamicznie rozwijać się na rynku polskim, to jednak wciąż istnieje szerokie pole do rozwoju na rynkach zagranicznych, a planowana informatyzacja administracji publicznej również stwarzać będzie możliwość pozyskania dużych kontraktów w Polsce. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Dofinansowanie unijne dla budynku centrum IT

Asseco Poland pozyskało ponad 31,1 mln PLN ze środków Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego w ramach Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka, które wykorzysta na dofinansowanie projektu budowy i wyposażenia Centrum IT Wilanów w Warszawie. O ewentualnym dofinansowaniu Asseco Poland wspominało już przy zakupie nieruchomości pod projekt. Większość inwestorów uwzględniła już środki unijne w ocenie opłacalności projektu. Dlatego też ta pozytywna wiadomość nie powinna stanowić dużego zaskoczenia dla rynku.

Kontrakt z centralą MFZ

Asseco Poland w konsorcjum z Kamsoftem podpisał umowę z centralą NFZ na subskrypcję i konserwację systemu Informatycznego Wspomagania Działalności Narodowego Funduszu. Wartość zlecenia to 21,3 mln PLN netto. Kamsoft jest spółką specjalizującą się w tworzeniu systemów informatycznych dla rynku zdrowia. Spodziewamy się, że realizacja kontraktu będzie odbywać się w proporcji 50:50, co przekładałoby się na około 10,7 mln PLN dodatkowego backlogu dla spółki.

Wykorzystanie praw poboru w BPS

Asseco Poland wykorzystało przysługujące prawa poboru i objęło 1,225 mln akcji Banku Polskiej Spółdzielczości. Po podwyższeniu kapitału liczba akcji banku będąca w posiadaniu Asseco Poland wzrosła do 3,668 mln. Cena emisyjna akcji wynosiła 1 PLN. Ogólna wartość inwestycji wyniosła zatem 1,225 mln PLN co jest marginalną kwotą przy pozycji gotówkowej Asseco Poland. Transakcja też nie wpływa na zmianę udziału spółki w BPS (1,835%), gdyż wykorzystane zostały prawa poboru przysługujące z wcześniej posiadanych przez spółkę akcji.

Zaproszenie do przetargu dla Policji

Asseco Poland, Sygnity i konsorcjum NextiraOne, TP SA i Exatel zostały zaproszone do dialogu konkurencyjnego w postępowaniu na zaprojektowanie, uruchomienie i obsługę systemu umożliwiającego włączenie terenowych jednostek administracji państwowej do Ogólnopolskiej Sieci Teleinformatycznej na potrzeby obsługi numeru alarmowego 112. Kryterium udzielenia zamówienia będą: cena oferty brutto (70%), opieka serwisowa (20%) i termin realizacji zamówienia (10%). Według spekulacji prasowych wartość kontraktu może sięgnąć 100 mln PLN. Wybór najlepszej oferty odbędzie się poprzez aukcję elektroniczną. Jest to wstępny etap postępowania. Biorąc pod uwagę potencjał poszczególnych wykonawców wysoko należy ocenić prawdopodobieństwo zwycięstwa Asseco Poland (oferta jest składana we współpracy z ATM). Najniższe szanse na sukces w przetargu przyznajemy Sygnity.

Lista zaproszonych do przetargu w PGE

Pięciu oferentów zostało zaproszonych przez PGE do składania ofert wstępnych w przetargu na budowę i wdrożenie Centralnego Systemu Obsługi Rozliczeń Klientów w obszarze sprzedaży detalicznej oraz dystrybucji energii elektrycznej dla grupy kapitałowej. Szacowana wartość przetargu to 100 mln PLN. Przetarg realizowany jest według procedury negocjacyjnej. Kryterium udzielania zamówienia są: cena (55%), wymagania funkcjonalne (40%) i wymagania techniczne (5%). Na liście zaproszonych znalazł się giełdowy Comp, a także Hewlett-Packard Polska, Siemens IT Solutions and Services Siemens, Fujitsu Technology Solutions i Accenture. Wśród wykluczonych znaleźli się Konsorcjum Asseco Poland i Sygnity, konsorcjum Comarch, Energo-Moc Wzorcownia i ZSK, a także AMG.net, Capgemini i S&T Services Polska. O wykluczeniu z postępowania konsorcjum Asseco Poland i Sygnity miały według doniesień zadecydować kwestie personalne (Andrzej Paszyński, Wiceprezes Sygnity do spraw sprzedaży rok temu jako pracownik Deloitte Business Consulting pracował przy opracowaniu strategii informatyzacji Grupy PGE). Wydaje się, że wobec deklarowanego przez Sygnity braku udziału Wiceprezesa w przygotowywaniu wniosku przetargowego istnieje bardzo duża szansa, że KIO pozytywnie rozpatrzy skargę Sygnity.

WZA za wypłatą dywidendy

WZA Asseco Poland z 28 kwietnia zdecydowało o wypłaceniu z zysku za 2010 r. dywidendy w wysokości 1,8 PLN na akcję. Wartość dywidendy jest zgodna z wcześniejszą rekomendacją Zarządu i projektem uchwały. Implikuje ona przy obecnej kapitalizacji rentowność dywidendową na poziomie 3,4%.



ComArch (Trzymaj)

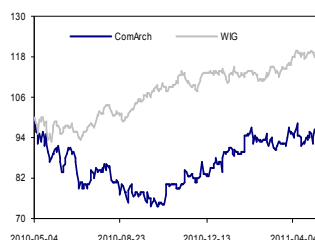
Cena bieżąca: 94,5 PLN

Cena docelowa: 88 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	729,4	761,7	4,4%	803,5	5,5%	852,7	6,1%	Liczba akcji (mIn)	8,1
EBITDA	56,2	64,0	13,9%	86,1	34,5%	97,8	13,6%	MC (cena bieżąca)	760,9
marża EBITDA	7,7%	8,4%		10,7%		11,5%		EV (cena bieżąca)	650,2
EBIT	14,3	23,5	63,6%	47,1	100,7%	59,3	26,0%	Free float	22,5%
Zysk netto	32,3	43,4	34,4%	43,6	0,5%	51,2	17,4%		
P/E	23,6	17,5		17,5		14,9		Zmiana ceny: 1m	-1,0%
P/CE	10,3	9,1		9,2		8,5		Zmiana ceny: 6m	19,6%
P/BV	1,4	1,3		1,2		1,2		Zmiana ceny: 12m	2,7%
EV/EBITDA	11,9	10,4		7,6		6,4		Max (52 tyg.)	98,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		2,0		Min (52 tyg.)	73,6



Oczekujemy, że wyniki całej Grupy Comarch, głównie dzięki dobrej postawie jednostki dominującej i solidnemu portfelowi kontraktów przez nią zdobytemu będą istotnie lepsze od ubiegłorocznych osiągnięć. Wiele czynników wskazuje jednak na to, że stawiane przez Zarząd cele w postaci wyprowadzenia na rentowność Comarch Software und Beratung oraz zredukowania strat ponoszonych przez spółki celowe prowadzone w ramach Comarch FIZ znowu okażą się zbyt trudnym zadaniem. Spodziewamy się, że po pierwszym kwartale osiągnięcia tych podmiotów ponownie przyniosą inwestorom rozczarowanie. W skali całego roku oczekiwana przez nas blisko 35% poprawa wyniku EBITDA nie rekompensuje w całości dużej premii w notowaniach Comarchu w relacji do spółek porównywalnych. Dlatego też, w naszej opinii obecna wycena w dużym stopniu odzwierciedla potencjał spółki. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Wyniki roczne nieznacznie słabsze od danych po 4Q

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



Sygnity (Akumuluj)

Cena bieżąca: 23,69 PLN Cena docelowa: 22 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-11

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	563,2	521,5	-7,4%	568,9	9,1%	650,9	14,4%	Liczba akcji (mln)	11,9
EBITDA	-69,1	-9,3	-86,5%	38,9		47,6	22,4%	MC (cena bieżąca)	281,6
marża EBITDA	-12,3%	-1,8%		6,8%		7,3%		EV (cena bieżąca)	298,0
EBIT	-103,6	-36,4	-64,9%	12,7		28,3	123,0%	Free float	81,4%
Zysk netto	-104,5	-43,3	-58,6%	5,9		20,0	239,8%		
P/E				48,0		14,1		Zmiana ceny: 1m	6,8%
P/CE				8,8		7,2		Zmiana ceny: 6m	56,4%
P/BV	1,0	1,2		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	55,8%
EV/EBITDA				7,7		5,8		Max (52 tyg.)	23,7
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		2,1		Min (52 tyg.)	12,8



Sygnity w pierwszym kwartale zbliży się do rentowności operacyjnej, co naszym zdaniem powinno zostać pozytywnie odebrane przez inwestorów biorąc pod uwagę skalę zeszłorocznych strat (-17,5 mln PLN na poziomie operacyjnym) oraz fakt, że pierwszy kwartał jest standardowo najsłabszym dla spółki. W trakcie trwania pierwszego kwartału trwała jeszcze redukcja zatrudnienia w Grupie przez, co z jednej strony powoduje, że skala oszczędności nie jest jeszcze w pełni widoczna, z drugiej spółka ponosiła jeszcze w tym czasie koszty restrukturyzacji. Dlatego też spodziewamy się dopiero drugi kwartał pokaże pełną skalę poczynionych oszczędności, a spółka osiągnie rentowność operacyjną. Choć rosnąca w ostatnich miesiącach wycena spółki w coraz większym stopniu uwzględnia potencjał poprawy wyników to jednak oczekiwana redukcja kosztów związana z redukcją zatrudnienia po konsolidacji spółek zależnych pozostawia jeszcze niewielkie pole do aprecjacji kursu. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Zarząd o zatrudnieniu po konsolidacji spółek zależnych

Zgodnie z wypowiedzią Dyrektora Finansowej zatrudnienie w spółce spadło w pierwszym kwartale o 100 osób, a w związku z konsolidacją wchłanianych spółek zależnych spadnie o nieco mniejszą ilość. Średnia pensja w spółce wynosi około 7 tys. PLN brutto. Szacujemy, że w ostatniej fazie zwalniani będą pracownicy back office mający przeciętnie znacząco niższe pensje niż pracownicy projektowi. W związku z powyższym ewentualne oszczędności prognozujemy na poziomie około 5 mln PLN. Przekładać się to będzie łącznie na około 50 mln PLN oszczędności wygenerowanych w skali roku. Nie cała kwota będzie jednak widoczna już w tym roku kalendarzowym. Spodziewamy się, że w ramach tego roku baza kosztowa obniży się co najmniej o 45 mln PLN.

Zaproszenie do przetargu dla Policji

Asseco Poland, Sygnity i konsorcjum NextiraOne, TP SA i Exatel zostały zaproszone do dialogu konkurencyjnego w postępowaniu na zaprojektowanie, uruchomienie i obsługę systemu umożliwiającego włączenie terenowych jednostek administracji państwowej do Ogólnopolskiej Sieci Teleinformatycznej na potrzeby obsługi numeru alarmowego 112. Kryterium udzielenia zamówienia będą: cena oferty brutto (70%), opieka serwisowa (20%) i termin realizacji zamówienia (10%). Według spekulacji prasowych wartość kontraktu może sięgnąć 100 mln PLN. Wybór najlepszej oferty odbędzie się poprzez aukcję elektroniczną. Jest to wstępny etap postępowania. Biorąc pod uwagę potencjał poszczególnych wykonawców wysoko należy ocenić prawdopodobieństwo zwycięstwa Asseco Poland (oferta jest składana we współpracy z ATM). Najniższe szanse na sukces w przetargu przyznajemy Sygnity.

Lista zaproszonych do przetargu w PGE

Pięciu oferentów zostało zaproszonych przez PGE do składania ofert wstępnych w przetargu na budowę i wdrożenie Centralnego Systemu Obsługi Rozliczeń Klientów w obszarze sprzedaży detalicznej oraz dystrybucji energii elektrycznej dla grupy kapitałowej. Szacowana wartość przetargu to 100 mln PLN. Przetarg realizowany jest według procedury negocjacyjnej. Kryterium udzielania zamówienia są: cena (55%), wymagania funkcjonalne (40%) i wymagania techniczne (5%). Na liście zaproszonych znalazł się giełdowy Comp, a także Hewlett-Packard Polska, Siemens IT Solutions and Services Siemens, Fujitsu Technology Solutions i Accenture. Wśród wykluczonych znaleźli się Konsorcjum Asseco Poland i Sygnity, konsorcjum Comarch, Energo-Moc Wzorcownia i ZSK, a także AMG.net, Capgemini i S&T Services Polska. O wykluczeniu z postępowania konsorcjum Asseco Poland i Sygnity miały według doniesień zadecydować kwestie personalne (Andrzej Paszyński, Wiceprezes Sygnity do spraw sprzedaży rok temu jako pracownik Deloitte Business Consulting pracował przy opracowaniu strategii informatyzacji Grupy PGE). Wydaje się, że wobec deklarowanego przez Sygnity braku udziału Wiceprezesa w przygotowywaniu wniosku przetargowego istnieje bardzo duża szansa, że KIO pozytywnie rozpatrzy skargę Sygnity.



Kontrakty w GUS i w Policji

Sygnity zdobyło kontrakt w GUS na świadczenie usług asysty technicznej dla systemu informatycznego wspierającego przeprowadzanie spisów powszechnych oraz zdobyło zlecenie z Komendy Głównej Policji na usługę upgrade oprogramowania MQ w Centralnym Systemie Dostępowym. Łączna wartość brutto obu umów to około 4,2 mln PLN. Wartość netto obydwu zamówień stanowi 0,6% naszej skonsolidowanej prognozy przychodów spółki na ten rok.

Górnictwo, metale



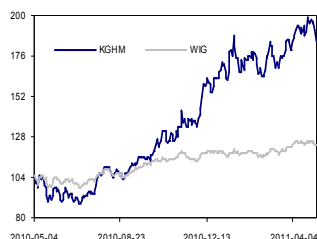
KGHM (Trzymaj)

Cena bieżąca: 184,5 PLN Cena docelowa: 188,5 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-24

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	11 060,5	15 945,0	44,2%	17 990,7	12,8%	14 632,8	-18,7%	Liczba akcji (mln)	200,0
EBITDA	3 645,7	6 253,6	71,5%	8 359,0	33,7%	5 315,7	-36,4%	MC (cena bieżąca)	36 900,0
marża EBITDA	33,0%	39,2%		46,5%		36,3%		EV (cena bieżąca)	33 618,4
EBIT	3 098,1	5 638,1	82,0%	7 725,6	37,0%	4 662,4	-39,6%	Free float	68,0%
Zysk netto	2 540,2	4 568,6	79,9%	6 233,4	36,4%	3 752,3	-39,8%		
P/E	14,5	8,1		5,9		9,8		Zmiana ceny: 1m	-0,3%
P/CE	12,0	7,1		5,4		8,4		Zmiana ceny: 6m	37,2%
P/BV	3,5	2,6		2,2		2,0		Zmiana ceny: 12m	88,3%
EV/EBITDA	9,9	5,5		4,0		6,3		Max (52 tyg.)	198,4
Dyid (%)	6,3	1,6		10,8		5,4		Min (52 tyg.)	88,5



Prezes Wirth poinformował, że oczekuje zamknięcia transakcji sprzedaży Polkomtela i Dialogu zgodnie z harmonogramem, tj. w I półroczu br. Prezes potwierdza, że spółka prowadzi negocjacje ws. zakupu złóż, dodaje jednak, że ceny proponowane przez firmy chińskie i japońskie w przetargach są bardzo wysokie i zdaniem Prezesa oderwane od fundamentów rynku metali. Spółka zastanawia się nad kupnem działającej już kopalni. Z wypowiedzi Prezesa można wnioskować, że zakup złoża raczej się oddala a nie przybliża. Przypominamy, że w br. spółka planowała kupić trzy złoża na co chciała przeznaczyć 7,5 mld PLN. Jak pisaliśmy w marcowym raporcie, scenariusz pełnego wykonania tegorocznych planów inwestycyjnych jest mało realny. Podtrzymujemy, że tegoroczna dywidenda z KGHM powinna wynieść 4 mld PLN (20 PLN na akcję).

Zarząd chce splitu akcji

Zarząd KGHM będzie rekomendował na najbliższym WZA split akcji spółki w proporcji 1 do 10. Splity pozytywnie wpływały na akcje spółki w czasach, kiedy udział w obrocie inwestorów indywidualnych był zdecydowanie większy. Obecnie dominacja kapitału zagranicznego, tym bardziej na akcjach KGHM, jest na tyle duża, że propozycja Zarządu wydaje nam się niepotrzebna.

Związkowcy chcą więcej

Związkowcy domagają się dla pracowników KGHM 300 PLN powyżki podstawy wynagrodzenia, Zarząd chce zwiększyć pulę środków przeznaczonych na jednorazowe wypłaty z zysku spółki. Związkowcy grożą strajkiem. Jesteśmy pod dużym wrażeniem działań Zarządu, który od wielu miesięcy umiejętnie nie dopuszcza do eskalacji konfliktu (referenda strajkowe w oddziałach spółki odbywały się już w okresie wrzesień- październik 2010) a jednocześnie nie zgadza się na żądania pracowników. W naszej prognozie na 2011 zakładamy 9% wzrost wynagrodzeń r/r, działania Zarządu wskazują, że może być niższy.

Vodafone zostanie w Polkomtelu?

Wg nieoficjalnych informacji (notatka jednego z londyńskich brokerów) Vodafone nie sprzedaje swojego pakietu w Polkomtelu, ale zamierza wykupić polskich udziałowców, wykorzystując prawo pierwokupu. Możliwości takiej nie można wykluczyć, chociaż oficjalnie polscy udziałowcy nadal twierdzą, że sprzedawane jest 100% akcji operatora. Vodafone może zmienić zdanie w ostatniej chwili a ceną referencyjną będzie oferta złożona przez podmiot zainteresowany kupnem. Z punktu widzenia wyceny KGHM, PKN, PGE nie ma to większego znaczenia kto kupuje, obecnie ważne jest czy cena może przekroczyć 18 mld PLN (100%).



LW Bogdanka (Akumuluj)

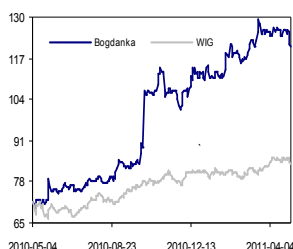
Cena bieżąca: 121 PLN

Cena docelowa: 138,6 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-22

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 118,4	1 230,4	10,0%	1 526,0	24,0%	1 986,5	30,2%	Liczba akcji (mln)	34,0
EBITDA	368,0	414,5	12,7%	546,9	31,9%	750,9	37,3%	MC (cena bieżąca)	4 115,6
marża EBITDA	32,9%	33,7%		35,8%		37,8%		EV (cena bieżąca)	4 049,1
EBIT	226,7	276,5	21,9%	359,9	30,2%	517,1	43,7%	Free float	33,0%
Zysk netto	191,5	230,4	20,3%	278,1	20,7%	403,4	45,1%		
P/E	21,5	17,9		14,8		10,2		Zmiana ceny: 1m	-3,5%
P/CE	12,4	11,2		8,8		6,5		Zmiana ceny: 6m	15,8%
P/BV	2,4	2,1		1,8		1,6		Zmiana ceny: 12m	74,1%
EV/EBITDA	10,0	9,4		7,4		5,2		Max (52 tyg.)	129,2
Dyid (%)	0,2	2,2		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	69,5



Pomimo opóźnienia w budowie szybu 2.1 (pierwotnie oddanie inwestycji w maju), na przełomie czerwca i lipca LWB uruchomi wydobycie węgla w Polu Stefanów, co rozpocznie okres dynamicznego wzrostu zysków wynikającego z rosnącej produkcji. Dodatkowo sytuacja na rynku węgla w Polsce (spadek zapasów) i na rynkach światowych (wyższe ceny o ponad 30% vs. węgiel ze Śląska) ułatwia kopalniom podwyżki cen. Wolumeny nie objęte kontraktami długoterminowymi sprzedawane są po cenach spotowych, co wraz z utrzymywaniem się cen importowych na wysokim poziomie pozytywnie wpływa na wyniki spółek z sektora. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Otoczenie sprzyja podwyżkom cen

Wg danych Ministerstwa Gospodarki średnia cena sprzedaży węgla energetycznego w lutym wyniosła 270 PLN/t i była o 4,8% wyższa niż w grudniu 2010 i o 6,4% wyższa w ujęciu r/r. Spadające zapasy węgla w kraju (3 mln ton, obniżenie o 2,24 mln ton w stosunku do lutego 2010) powinny utrzymać te tendencje, tym bardziej, że ceny węgla w portach ARA i portach bałtyckich utrzymują się na poziomie blisko 130 USD/t, tj. 15,5 PLN/GJ. Realizuje się scenariusz zakładany przez nas na br. z tą różnicą, że średnioroczny wzrost cen węgla energetycznego może być wyższy niż zakładaliśmy (4,5%).

Przemysł

Amica

Wiecej środków na skup akcji własnych

Spółka poinformowała, że na najbliższym WZA (planowanym na 30 maja br.) Zarząd Amiki ma zostać upoważniony do przeprowadzenia skupu akcji własnych (do 10% ogółu akcji znajdujących się w obrocie), który trwać ma do końca 2014 roku. Amica na ten cel przeznaczy 150 mln PLN, nie zamierza jednak finansować skupu przez zaciąganie kredytów. Wcześniej Zarząd Amiki zapowiadał, że na skup akcji własnych zamierza przeznaczyć kwotę 60 mln PLN. Znacznie większa ilość środków pieniężnych, jaką zamierza wydać na skup akcji własnych może być dowodem głębokiej wiary Zarządu i głównego właściciela w poprawę wyników, jaka ma nastąpić po IH11, kiedy to Spółka zacznie sprzedawać pralki i lodówki dostarczane przez zewnętrznego nisko kosztowego producenta.



Astarta (Sprzedaj)

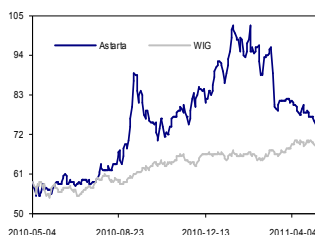
Cena bieżąca: 74.5 PLN

Cena docelowa: 63.6 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn UAH)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 354,8	2 086,1	54,0%	2 164,4	3,8%	2 253,2	4,1%	Liczba akcji (mln)	25,0
EBITDA	550,5	1 220,9	121,8%	944,8	-22,6%	688,0	-27,2%	MC (cena bieżąca)	1 862,5
marża EBITDA	40,6%	58,5%		43,7%		30,5%		EV (cena bieżąca)	1 995,3
EBIT	457,5	1 046,3	128,7%	757,8	-27,6%	504,0	-33,5%	Free float	31,9%
Zysk netto	323,4	963,5	197,9%	675,6	-29,9%	353,9	-47,6%		
P/E	17,2	5,8		8,2		15,7		Zmiana ceny: 1m	-8,3%
P/CE	13,4	4,9		6,5		10,4		Zmiana ceny: 6m	-5,2%
P/BV	4,2	2,6		2,0		1,9		Zmiana ceny: 12m	35,5%
EV/EBITDA	11,9	5,4		6,3		8,7		Max (52 tyg.)	102,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		4,2		Min (52 tyg.)	54,7



Wyniki za 4Q10 okazały się być lepsze, niż wcześniej szacował Zarząd (sprzedaż była o 22,1% wyższa, a zysk operacyjny wyniósł 64,1 mln UAH vs. zapowiadane -65,6 mln UAH), wciąż jednak gorsze od naszych oczekiwań (EBIT -67,8% vs. prognozy DI BRE). W średnim terminie sentyment do spółek z branży ukraińskich producentów rolnych psuje perspektywa kolejnych ofert podobnych przedsięwzięć z tego regionu na GPW oraz potencjalny powrót Rosji oraz Ukrainy na światowe rynki zbóż w 2H11, co powodować może spadki cen towarów rolnych (w bieżącym roku eksport z Rosji był śladowy, a z Ukrainy nie większy niż 13 mln ton, podczas gdy zwykle z krajów tych eksportowano ponad 20MT zbóż). Wyniki 1Q11 powinny przynieść poprawę zeszłorocznych rezultatów, pytanie tylko, czy to wystarczy by odwrócić spadkowy trend notowań Astarty. Wyniki za 1Q11 Spółka poda 12 maja. Podtrzymujemy rekomendację sprzedaj.

Wyniki gorsze od oczekiwań, lepsze niż podał Zarząd w prognozie

W 4Q10 przychody ze sprzedaży wyniosły 962,0 mln UAH i były o 33,6% wyższe niż wynikało to z naszych prognoz, oraz o 22,1% wyższe niż wynikało to ze wstępnych wyników podanych przez Zarząd za 2010 rok. Spółka podjęła decyzję o zmianie prezentacji wyników na poziomie przychodów i kosztów ze sprzedaży, tak iż są one od 4Q10 pokazywane z uwzględnieniem podatku VAT (brutto), a nie jak dotychczas bez jego uwzględnienia (netto). W raporcie rocznym Spółka tłumaczy zmianę standardów rachunkowości, tym iż od początku 2009 roku przedsiębiorstwa rolne na Ukrainie nie są zobowiązane do odprowadzania podatku VAT i tym samym kwota wynikająca z nie odprowadzenia podatku pozostaje z przeznaczeniem na potencjalne inwestycje. Zmiana standardów powoduje równocześnie, że nie jesteśmy w stanie oszacować wyników poszczególnych segmentów w pojedynczym 4Q10 (brak wyników za 1-3Q z uwzględnieniem podatku VAT). Na uwagę w wynikach 4Q10 zasługuje nieco wyższy niż zakładaliśmy efekt rewaluacji aktywów biologicznych do wartości godziwej (-75,0 mln UAH vs. prognoza DI BRE -62,1 mln UAH) oraz znacząco wyższy negatywny efekt przeszacowania aktywów biologicznych (-163,6 mln UAH vs. -66,9 mln UAH założone w prognozie). Ten ostatni to wynik rewaluacji aktywów biologicznych związanych z produkcją roślinną na kwotę -78,2 mln UAH, jakiej nie uwzględniliśmy w prognozie. W przypadku rewaluacji aktywów biologicznych związanych z produkcją zwierzęcą to negatywny efekt wyniósł -85,4 mln UAH vs. prognoza DI BRE na poziomie -66,9 mln UAH (efekt spadających cen mleka na przestrzeni 4Q10). Na poziomie operacyjnym warto zwrócić uwagę na spadek amortyzacji względem poprzednich trzech kwartałów (amortyzacja w 4Q10 wyniosła jedynie 10,6 mln UAH vs. średnio 43,0 mln UAH w okresie 1-3Q10). Wynik operacyjny wyniósł 64,1 mln UAH i był o 67,8% niższy niż wynikało to z naszych prognoz (we wstępnych wynikach za 2010 podanych przez Zarząd wynik operacyjny wyniósł -65,6 mln UAH). Wyniki są gorsze od naszych oczekiwań, ale lepsze niż Zarząd podał we wstępnej prognozie.

Rząd likwiduje kwoty na eksport kukurydzy na 2Q11

27 kwietnia Rząd Ukrainy pojął decyzję o uchyleniu decyzji dotyczącej obowiązywania kwot eksportowych na kukurydzę w 2Q11 roku (2 mln ton). Limity na eksport jęczmienia i pszenicy nie zostały zniesione. Uchylenie ograniczeń eksportowych na kukurydzę, to pozytywna informacja dla producentów, którzy będą mogli skorzystać z wysokich cen zbóż na rynkach zagranicznych i sprzedadzą część zalegających zapasów. W przypadku Astarty, uprawy kukurydzy stanowiły 11% ogólnych zasiewów w 2010 roku. Jak na razie wyniki za 2010 rok pokazują, że Spółka posiada problemy ze sprzedażą zboża na rynku krajowym, co wynika z faktu, że eksporterzy nie będąc pewni ile towaru będą w stanie wyeksportować nie decydują się na zakup zboża na własny rachunek (wolumen sprzedaży zbóż w 2H10 -52% r/r).

Prognoza zbiorów na 2011 rok

Ministerstwo Rolnictwa podało w prognozie, że tegoroczne (2011-2012) zbiory zbóż na Ukrainie sięgną 42-45 mln ton (wobec 39,2 mln ton w sezonie 2010-2011), a eksport sięgnie 19-20 mln ton (optymistyczne szacunki na sezon 2010/2011 wynoszą 13 mln ton).



Boryszew (Akumuluj)

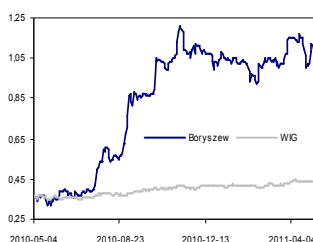
Cena bieżąca: 1,07 PLN

Cena docelowa: 1,2 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-04-07

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 288,7	3 134,8	37,0%	4 110,0	31,1%	4 174,7	1,6%	Liczba akcji (mln)	2 256,7
EBITDA	215,9	268,3	24,3%	334,4	24,6%	382,0	14,2%	MC (cena bieżąca)	2 414,7
marża EBITDA	9,4%	8,6%		8,1%		9,1%		EV (cena bieżąca)	3 199,4
EBIT	139,9	188,1	34,5%	238,2	26,7%	288,3	21,0%	Free float	42,0%
Zysk netto	39,7	93,9	136,2%	132,4	41,0%	169,3	27,8%		
P/E	1,7	12,9		18,2		14,3		Zmiana ceny: 1m	-7,0%
P/CE	0,6	6,9		10,6		9,2		Zmiana ceny: 6m	-9,3%
P/BV	0,2	1,9		2,7		2,2		Zmiana ceny: 12m	214,7%
EV/EBITDA	5,3	8,4		9,6		7,7		Max (52 tyg.)	1,2
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	0,3



Po odpadnięciu z wyścigu o SaarGummi i drugiego przedsiębiorstwa, którego nazwy Spółka nie ujawnia na celowniku Boryszewa nadal pozostaje 7 potencjalnych podmiotów z branży poddostawców do branży automotive. Dwukrotne niespełnienie oczekiwań cenowych sprzedającego sugerować może, że Spółka ostrożnie podchodzi do określenia ceny za przejmowane aktywa (Zarząd nie chce przejmować za więcej niż 4-5 EV/EBITDA), co w przypadku sukcesu mogłoby przyczynić się do zwiększenia wartości dla akcjonariuszy Boryszewa (EV/EBITDA Spółki na 2011 rok wynosi 9,6). Spółka przed sobą ma dwa kwartały, gdy baza wyników jest niska (przejęcie Maflow nastąpiło w 3Q10). Boryszew rezultaty 1Q11 opublikuje 12 maja. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Kolejne oferty na zakup aktywów

Spółka poinformowała o złożeniu kolejnej oferty na zakup aktywów europejskiego lidera w zakresie dostaw komponentów do branży motoryzacyjnej (Spółka o znaczącej pozycji na rynkach Europy i Ameryki Południowej zatrudniająca około 1000 pracowników w 5 zakładach). Spółka podpisała również umowę o zachowaniu poufności z syndykiem masy upadłościowej kolejnej spółki z branży automotive, na podstawie której Boryszew rozpocznie analizę ekonomiczną podmiotu. W przypadku trzeciego podmiotu Spółka poinformowała o złożeniu w dniu 10 kwietnia 2011 roku oferty niewiążącej na nabycie 100% udziałów w Meteor Group – niemieckim producencie uszczelki i wyrobów gumowych dla przemysłu samochodowego. Meteor Group posiada zakłady w Niemczech, Republice Czeskiej i USA. W 2010 roku obroty podmiotu przekroczyły poziom 200 mln EUR, a zatrudnienie wyniosło 2 tys. osób. Według doniesień prasowych Meteor Group nie znajduje się w procesie upadłości. Rozstrzygnięcia w przetargu można się spodziewać w ciągu najbliższych dwóch - trzech miesięcy. Do procesu negocjacyjnego w sprawie przejęcia Meteor Group przystąpiła również Spółka Sanok, która jest notowana na warszawskim parkiecie.

Informacje o procesach potencjalnych przejęć (SaarGummi i AKT)

Gazeta *Giełdy Parkiet* poinformowała, że chiński państwowy koncern CQLT złożył najwyższą ofertę cenową (około 100 mln EUR) w negocjacjach na majątek SaarGummi, o który ubiega się również Boryszew. W wyniku dopuszczenia drugiego podmiotu do procesu bezpośrednich negocjacji rozmowy z Boryszewem zostały zawieszone. W innym procesie negocjacyjnym (w sprawie nabycia aktywów AKT GmbH oraz udziałów w międzynarodowych spółkach AKT) Boryszew został dopuszczony do drugiego etapu przetargu.

Informacja o procesach potencjalnych przejęć

Spółka poinformowała w raporcie bieżącym, że oferta, jaką złożył Boryszew w procesie zbycia przedsiębiorstwa z branży automotive nie odzwierciedla oczekiwań sprzedającego (kwota nie odzwierciedla oczekiwanej wartości sprzedaży przedsiębiorstwa). Doradca nie wykluczył jednak możliwości powrotu do negocjacji z Boryszew. Nazwa przejmowanego podmiotu nie została ujawniona, podano jedynie, że przedsiębiorstwo osiągnęło znaczącą pozycję w zakresie dostawcy do branży automotive na rynkach Europy i Ameryce Południowej (zatrudnienie sięga 1000 osób, a produkcja jest prowadzona w 5 zakładach produkcyjnych). Informacja dotycząca odrzucenia oferty została przez rynek odebrana negatywnie (akcje Boryszewa na następującej sesji spadały o ponad 5%). Rozminięcie się oczekiwań sprzedającego i kupującego może świadczyć, że cena za podmioty będące przedmiotem akwizycji Boryszewa jest ustalana nisko, co w przypadku sukcesu w negocjacjach może budować wartość dla akcjonariuszy. Wcześniej Zarząd deklarował, że zamierza przejmować podmioty z branży automotive za nie więcej niż 4-5 EV/EBITDA (na bieżący rok Boryszew notowany jest na poziomie 9,6 EV/EBITDA).



Zawieszenie negocjacji w sprawie SaarGummi

Spółka poinformowała o otrzymaniu informacji od doradcy w procesie sprzedaży SaarGummi GmbH i SaarGummi Deutschland GmbH o podpisaniu umowy o wyłączności na sprzedaż aktywów przedsiębiorstwa z innym oferentem. Tym samym nastąpiło czasowe zawieszenie negocjacji Boryszew ze sprzedającym.

Raport roczny za FY2010

W opublikowanym zaudytowanym raporcie rocznym FY2010 przychody ze sprzedaży wyniosły 3144,6 mln PLN (wobec wcześniej podanych 3145,5 mln PLN), wynik operacyjny wyniósł 187,1 mln PLN (wobec wcześniej podanych 191,3 mln PLN), a zysk netto 93,9 mln PLN (wobec wcześniej podanych 90,4 mln PLN).



Centrum Klima (Kupuj)

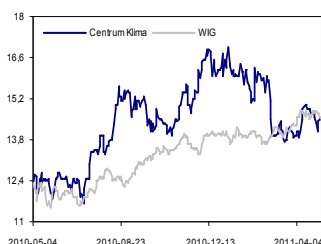
Cena bieżąca: 14,28 PLN

Cena docelowa: 17,3 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-31

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	71,7	84,5	17,9%	111,3	31,7%	128,1	15,1%	Liczba akcji (mIn)	8,5
EBITDA	9,4	10,3	9,3%	15,8	53,5%	18,9	19,8%	MC (cena bieżąca)	121,6
marża EBITDA	13,1%	12,2%		14,2%		14,7%		EV (cena bieżąca)	123,6
EBIT	8,0	7,9	-1,6%	12,6	59,4%	15,4	22,0%	Free float	33,8%
Zysk netto	6,9	6,6	-4,1%	10,0	50,2%	12,3	22,9%		
P/E	17,6	18,3		12,2		9,9		Zmiana ceny: 1m	3,1%
P/CE	14,7	13,5		9,2		7,7		Zmiana ceny: 6m	-5,5%
P/BV	1,9	1,8		1,6		1,5		Zmiana ceny: 12m	20,8%
EV/EBITDA	12,4	12,3		7,8		6,4		Max (52 tyg.)	17,0
Dyid (%)	1,4	3,2		3,2		4,1		Min (52 tyg.)	11,6



Po przeprowadzce do nowego zakładu moce produkcyjne (w segmencie produkcji) podwoiły się, a według publicznych zapowiedzi Prezesa (w wywiadzie dla PAP) w styczniu i lutym sprzedaż wzrosła o 20-30% r/r. Poprawa według informacji zauważalna jest również na poziomie marż (Spółka z opóźnieniem 2-3 miesięcznym przerzuca wzrastające koszty na klienta ostatecznego). Baza 1Q10 jest niska (1,5 mln PLN EBIT i 1,3 mln PLN zysku netto), co wynika z niesprzyjających warunków pogodowych zanotowanych w tym okresie. Spodziewane przez nas dobre wyniki 1Q11 (przychody 22,3 mln PLN, zysk operacyjny 1,8 mln PLN i zysk netto 1,5 mln PLN) powinny przywrócić wiarę inwestorów w Spółkę. Pozytywnym czynnikiem działającym na wyniki kolejnych kwartałów jest dodatkowo umacniająca się złotówka do dolara, co poszerza marżę na dystrybucji (Spółka zakupuje towar w USD, a sprzedaje w PLN i EUR). Wyniki za 1Q11 Centrum Klima poda 12 maja. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Zarząd za 0,45 PLN dywidendy na akcję

Spółka poinformowała o przekazaniu Radzie Nadzorczej przez Zarząd rekomendacji dotyczącej wypłaty dywidendy w wysokości 0,45 PLN na akcję (3,0% DY) z zysku za 2010 rok.



Cersanit (Redukuj)

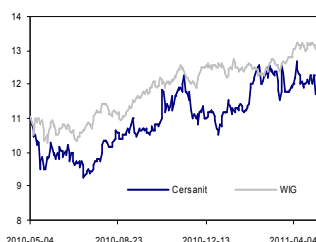
Cena bieżąca: 11,7 PLN

Cena docelowa: 10,7 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-02

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 415,2	1 531,5	8,2%	1 744,2	13,9%	1 899,0	8,9%	Liczba akcji (mln)	216,4
EBITDA	284,7	253,5	-11,0%	296,0	16,7%	351,0	18,6%	MC (cena bieżąca)	2 531,7
marża EBITDA	20,1%	16,6%		17,0%		18,5%		EV (cena bieżąca)	3 255,3
EBIT	168,1	142,0	-15,5%	184,3	29,8%	237,7	29,0%	Free float	29,2%
Zysk netto	-8,1	103,0		114,8	11,4%	157,2	36,9%		
P/E		24,6		22,1		16,1		Zmiana ceny: 1m	-2,8%
P/CE	15,6	11,8		11,2		9,4		Zmiana ceny: 6m	-1,6%
P/BV	1,6	1,9		1,8		1,6		Zmiana ceny: 12m	12,0%
EV/EBITDA	9,8	13,3		11,0		9,0		Max (52 tyg.)	12,7
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		1,8		Min (52 tyg.)	9,3



W 4Q10, mimo wzrostu przychodów ze sprzedaży o 13,3% r/r, marża zysku brutto ze sprzedaży spadła do nie notowanego od początku 2000 roku poziomu 35,1%. Tak drastyczny spadek rentowności to efekt rosnącego kosztu wytworzenia (TKW) (w wyniku wzrastających cen szkliv, barwników i bieli cynkowej) przy płaskich średnich cenach płytek na lokalnym rynku (w 4Q10 w grupie PSB ceny jedynie +2,6% r/r). W 1Q11 spodziewamy się nieznacznej poprawy rentowności w związku z jednocyfrowymi podwyżkami (W Grupie PSB ceny wzrosły o 3,8% q/q i 6,5% r/r). Nie oczekujemy jednak, aby w całym 2011 roku marża brutto ze sprzedaży przekroczyła 40%. Mimo niskiej sprzedaży w 1Q10, skutkiem niesprzyjających warunków pogodowych baza tego kwartału jest wysoka ze względu na pozytywne różnice kursowe (przychody 299,7 mln PLN, EBIT 25,3 mln PLN, zysk netto 58,8 mln PLN). W 1Q11 na wyniki negatywnie działać będzie przeszacowanie wartości portfela kredytów, na skutek osłabienia UAH do EUR o 5,9% na przestrzeni kwartału (efekt różnic kursowych szacujemy na -19,1 mln PLN). Spółka według naszych prognoz na bieżący rok notowana jest ze wskaźnikami P/E 22,7 oraz EV/EBITDA 11,2, co wskazuje na niską atrakcyjność inwestycyjną. Spółka wyniki za 1Q11 poda 16 maja. Podtrzymujemy rekomendację redukuj.

Producenci widzą szansę na wzrost cen płytek

W wywiadzie udzielonym gazecie *Puls Biznesu* przedstawiciele Ceramiki Nowej Gali oraz Polcoloritu wskazują na poprawę koniunktury w sprzedaży płytek ceramicznych (wzrost sprzedaży) oraz szanse na ograniczenie importu tanich płytek z Chin (od 18 marca przez 6 miesięcy obowiązuje cło antydumpingowe na przywóz płytek ceramicznych z Chin w wysokości od 26,3% do 32,3%). Udział importerów z Chin na rynku krajowym szacowany jest na kilka milionów m² płytek rocznie, przy krajowych mocach wytwórczych na poziomie 110 m². Zarówno Ceramika Nowa Gala, jak i Polcolorit sygnalizują podwyżki cen wraz z początkiem roku. Według danych Grupy PSB ceny w kategorii płytek ceramicznych, wyposażenia łazienek i kuchni wzrosły średnio w 1Q11 o 6,5% r/r i 3,8% q/q. Poprawa rentowności na krajowym rynku płytek ceramicznych uzależniona jest od tego, jaką politykę cenową zaaplikują dwaj najwięksi producenci w branży (Cersanit oraz Ceramika Paradyż), kontrolujący około 70% mocy produkcyjnych na terenie kraju.

Wzrost cen płytek w PSB

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

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

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

Źródło: DI BRE Bank, PSB S.A.



Famur (Sprzedaj)

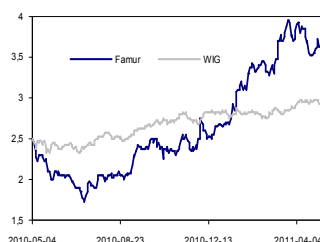
Cena bieżąca: 3,66 PLN

Cena docelowa: 2,3 PLN

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	695,1	885,8	27,4%	752,2	-15,1%	791,4	5,2%	Liczba akcji (mln)	481,5
EBITDA	133,6	140,6	5,3%	153,3	9,0%	174,9	14,0%	MC (cena bieżąca)	1 762,3
marża EBITDA	19,2%	15,9%		20,4%		22,1%		EV (cena bieżąca)	1 731,9
EBIT	100,8	94,1	-6,6%	97,2	3,2%	118,6	22,1%	Free float	11,8%
Zysk netto	58,0	80,0	37,9%	75,1	-6,1%	93,4	24,3%		
P/E	30,4	22,0		23,5		18,9		Zmiana ceny: 1m	-6,2%
P/CE	19,4	13,9		13,4		11,8		Zmiana ceny: 6m	48,2%
P/BV	2,5	2,2		2,0		1,9		Zmiana ceny: 12m	61,2%
EV/EBITDA	13,8	12,4		11,3		9,6		Max (52 tyg.)	4,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		2,8		Min (52 tyg.)	1,7



Do tej pory Famur uchodził za spółkę o istotnie zamortyzowanym parku maszynowym oraz niskich kosztach wytworzenia. Po oddaniu zakładu Famur-2 w 1Q11 oprócz kosztów osobowych i kosztów mediów, jakie są widoczne w 4Q10 z tytułu uruchomienia nowego zakładu (Famur-2 zatrudnia około 100 nowych osób), w wyniku pojawi się również amortyzacja nowego obiektu (ponad 10 mln PLN w skali roku). Dodatkowo w 1Q11 Spółka nie wykonywała żadnego większego kontraktu na obudowy zmechanizowane (za wyjątkiem modernizacji obudowy dla OKD za 20-30 mln PLN), a rozruch nowego zakładu, który trwał do marca powoduje, że nowy obiekt w 1Q11 nie przyniesie Spółce dodatkowych przychodów. Oczekiwania rynkowe na bieżący rok są postawione wysoko (mediana z prognoz zysku netto 115 mln PLN). Jeśli Spółka zgodnie z naszymi oczekiwaniami przyniesie jedynie 20 mln PLN zysku netto, to rynek zwątpić może w tak obiecujące całoroczne perspektywy. Wyniki z 1Q11 Spółka poda do wiadomości 16 maja. Podtrzymujemy rekomendację sprzedaj.

Wyniki FY2010

Poddane badaniom audytora wyniki za 2010 rok nie różnią się znacząco od rezultatów, jakie Spółka przedstawiła we wcześniejszych kwartałach. W sumie przychody ze sprzedaży wyniosły 885,8 mln PLN (wobec wcześniej raportowanych 885,4 mln PLN), zysk operacyjny wyniósł 94,1 mln PLN (wobec identycznego wyniku wcześniej zaraportowanego), a wynik netto 80,0 mln PLN (wobec wcześniej zaraportowanego na poziomie 79,8 mln PLN).



Impexmetal (Kupuj)

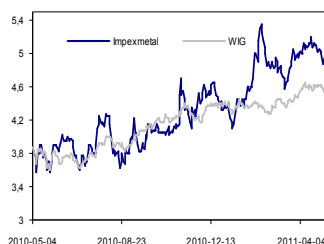
Cena bieżąca: 4,95 PLN

Cena docelowa: 5,9 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-18

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 785,0	2 417,6	35,4%	2 719,5	12,5%	2 618,3	-3,7%	Liczba akcji (mln)	200,0
EBITDA	137,2	166,9	21,7%	189,6	13,6%	206,3	8,8%	MC (cena bieżąca)	990,0
marża EBITDA	7,7%	6,9%		7,0%		7,9%		EV (cena bieżąca)	1 372,3
EBIT	73,3	105,5	44,0%	130,9	24,0%	150,1	14,7%	Free float	43,4%
Zysk netto	25,6	76,8	199,6%	89,7	16,9%	108,3	20,8%		
P/E	41,2	12,9		11,0		9,1		Zmiana ceny: 1m	-1,4%
P/CE	11,8	7,2		6,7		6,0		Zmiana ceny: 6m	8,6%
P/BV	1,3	1,0		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	38,3%
EV/EBITDA	11,3	8,5		7,2		6,0		Max (52 tyg.)	5,4
Dyid (%)	0,0	0,0		3,1		3,6		Min (52 tyg.)	3,6



Dobra koniunktura dla producentów blach aluminiowych powoduje, że moce produkcyjne w regionie są na wysokim (ponad 90%) poziomie wykorzystania. To sprawia, że producentom łatwo jest zwiększać poziom marży przerobowych, które, liczone jako różnica średniej ceny produktu i średniej ceny surowca, były o 17,3% wyższe w 4Q10 względem najniższego poziomu zanotowanego w 3Q09. Również obserwowane obecnie duże zapotrzebowanie na ołów na rynku krajowym przy wysokiej cenie na rynkach światowych gwarantować będzie wypracowanie wysokich wyników segmentu recyklingu baterii ołowiowych (Baterpol). Spodziewamy się bardzo dobrych wyników 1Q11, które urealnią naszą prognozę zysku netto na cały rok (89,7 mln PLN). Spółka przy bieżącej cenie na 2011 rok, notowana jest z P/E na poziomie 11,0. Wyniki za pierwszy kwartał Spółka opublikuje 11 maja. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

SOKiK ostateczne „nie” dla przejęcia Baterpolu

13 kwietnia Sąd Ochrony Konkurencji i Konsumenta oddalił odwołanie Orła Białego od decyzji UOKiK zakazującej przejęcia Baterpolu od Impexmetal. Baterpol w bieżącym roku nadal będzie zwiększał moce produkcyjne. Wiadomość o braku zgody na przejęcie jest zgodna z oczekiwaniami, o czym pisaliśmy przy okazji kwietniowej miesięcznicy.

Raport roczny za FY2010

W opublikowanym zaudytowanym raporcie rocznym FY2010 przychody ze sprzedaży wyniosły 2417,5 mln PLN (zgodnie ze wcześniej raportowanymi rezultatami), wynik operacyjny wyniósł 105,5 mln PLN (wobec wcześniej podanych 107,5 mln PLN), a zysk netto 78,8 mln PLN (wobec wcześniej podanych 78,4 mln PLN).



Kernel (Akumuluj)

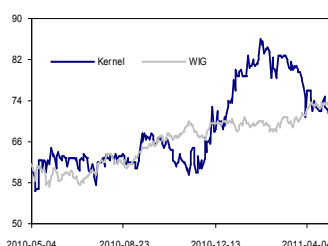
Cena bieżąca: 72,2 PLN

Cena docelowa: 87,8 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-02-28

(mIn USD)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 047,1	1 020,5	-2,5%	1 600,3	56,8%	1 964,1	22,7%	Liczba akcji (mIn)	73,7
EBITDA	190,1	190,7	0,3%	287,8	50,9%	312,1	8,4%	MC (cena bieżąca)	5 319,3
marża EBITDA	18,2%	18,7%		18,0%		15,9%		EV (cena bieżąca)	5 469,8
EBIT	166,6	168,2	0,9%	257,4	53,1%	278,0	8,0%	Free float	59,0%
Zysk netto	135,5	153,0	12,8%	199,1	30,2%	209,2	5,1%		
P/E	13,7	13,0		10,0		9,5		Zmiana ceny: 1m	-4,1%
P/CE	11,7	11,3		8,7		8,2		Zmiana ceny: 6m	19,4%
P/BV	5,2	3,3		2,7		2,1		Zmiana ceny: 12m	27,8%
EV/EBITDA	10,2	11,0		7,1		6,4		Max (52 tyg.)	86,1
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	56,5



W krótkim terminie pozytywną informacją dla Spółki jest powodzenie przeprowadzonej oferty wtórnej 5,4 mln akcji. Patrząc ze strony fundamentów pierwsza połowa roku będzie dla Spółki bardzo dobra, co wynika z przerabiania taniego ziarna, jakie zostało zakupione w 3Q10. Baza pierwszego kwartału nadal jest niska (przejęcie Allseeds nastąpiło w 2Q10). Dodatkowo obecne zapowiedzi dotyczące spodziewanej ograniczonej podaży ziarna rzepaku w Europie w kolejnym sezonie powodować mogą, że ceny olejów roślinnych nadal będą znajdować się na wysokim poziomie, a marże przerobowe nie spadną (przymrozki spowodowały straty w uprawie rzepaku na terenie Ukrainy i w Polsce). Nie bez znaczenia będą również zapowiadane przez Zarząd Kernela akwizycje. W średnim terminie sentyment do spółek z Ukrainy może być osłabiony w wyniku planowanych na 2H11 ofert publicznych z regionu Ukrainy. Kernel ma jednak przewagę nad innymi spółkami ze swojego regionu ze względu na uczestnictwo w indeksie WIG20, co sprawia, że jeśli zagranica zdecyduje się na zakupy, to producent oleju słonecznikowego nie zostanie pominięty. Spółka wyniki 1Q11 opublikuje 16 maja. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj dla akcji Spółki.

Tajemniczy inwestor ujawnia się w akcjonariacie

Spółka poinformowała o otrzymaniu od Comgest S.A. (funduszu typu asset management) informacji o zwiększeniu zaangażowania w akcjach Spółki z 0,75% do 6,45%. Według informacji przedstawionych na stronie internetowej funduszu, strategia inwestycyjna inwestora opiera się o długoterminowym wzroście wartości aktywów. Informacja pozytywna dla kształtowania się kursu Spółki na Giełdzie. W wyniku tego oddała się ryzyko pojawienia się podaży akcji w krótkim terminie, o jakim pisaliśmy przy okazji kwietniowej miesięcznicy.

Zbiory rzepaku znowu niskie

Gazeta Giełdy Parkiet podała, że według najnowszych prognoz zbiory rzepaku na terenie kraju wyniosą około 2,0-2,1 mln ton, czyli tyle samo, co w roku poprzednim. W ubiegłym roku niskie zbiory w Polsce i na Ukrainie (Ukraina to jeden z głównych kierunków importu ziarna rzepaku do Polski) spowodowały, że podaż była niższa niż popyt. Na terenie kraju w bieżącym roku przymrozki mogą spowodować nawet do 30-40% strat w zasiewie rzepaku ozimego (największe straty w zachodniej Polsce). Na Ukrainie z kolei lokalny Urząd Hydrometeorologiczny doniósł, że straty rzepaku ozimego w wyniku przymrozków wyniosły 10-15%. Niskie zbiory rzepaku w Europie, będącej jednym z największych producentów rzepaku na świecie, w ubiegłym roku spowodowały, że ceny nasion oleistych gwałtownie zyskały na wartości, co z kolei przyczyniło się do wzrostu cen olejów roślinnych. Słabe zbiory rzepaku w Europie to dobra informacja dla Kernela, gwarantująca utrzymanie się marży przerobowych na nasionach słonecznika na wysokim poziomie, również w sezonie 2011-2012.

Rząd likwiduje kwoty na eksport kukurydzy na 2Q11

27 kwietnia Rząd Ukrainy pojął decyzję o uchyleniu decyzji dotyczącej obowiązywania kwot eksportowych na kukurydzę w 2Q11 roku (2 mln ton). Limity na eksport jęczmienia i pszenicy nie zostały zniesione. Uchylenie ograniczeń eksportowych na kukurydzę, to negatywna informacja dla eksporterów, którzy nie skorzystają na dużej różnicy między cenami kukurydzy na rynku krajowym oraz zagranicznym. Z drugiej jednak strony niższe marże będą mogli zrekomensować wyższym wolumenem sprzedaży.

Prognoza zbiorów na 2011 rok

Ministerstwo Rolnictwa podało w prognozie, że tegoroczne (2011-2012) zbiory zbóż na Ukrainie sięgną 42-45 mln ton (wobec 39,2 mln ton w sezonie 2010-2011), a eksport sięgnie 19-20 mln ton (optymistyczne szacunki na sezon 2010/2011 wynoszą 13 mln ton).



Raport półroczny za IH2011

W opublikowanym zaudytowanym raporcie półrocznym IH2011 przychody ze sprzedaży wyniosły 912,4 mln USD (zgodnie ze wcześniej raportowanymi rezultatami), wynik operacyjny wyniósł 125,3 mln USD (wobec wcześniej podanych 122,4 mln PLN), a zysk netto 85,5 mln PLN (wobec wcześniej podanych 83,7 mln PLN).



Kęty (Trzymaj)

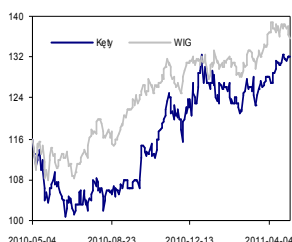
Cena bieżąca: 132 PLN

Cena docelowa: 135 PLN

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-02

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 111,0	1 210,5	9,0%	1 352,9	11,8%	1 432,2	5,9%	Liczba akcji (mIn)	9,2
EBITDA	176,4	185,3	5,0%	205,2	10,8%	220,0	7,2%	MC (cena bieżąca)	1 217,8
marża EBITDA	15,9%	15,3%		15,2%		15,4%		EV (cena bieżąca)	1 518,7
EBIT	112,2	118,0	5,1%	130,5	10,7%	142,3	9,0%	Free float	59,4%
Zysk netto	70,6	89,7	27,1%	96,2	7,2%	105,6	9,8%		
P/E	17,3	13,6		12,7		11,5		Zmiana ceny: 1m	2,9%
P/CE	9,0	7,8		7,1		6,6		Zmiana ceny: 6m	9,6%
P/BV	1,5	1,4		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	19,3%
EV/EBITDA	8,0	8,0		7,4		6,8		Max (52 tyg.)	132,5
Dyid (%)	0,0	3,0		3,0		4,7		Min (52 tyg.)	100,7



W 1Q11 dynamika sprzedaży sięgnęła 30,2% r/r, wyniku operacyjnego 43,9% r/r, zysku netto 25,5% r/r. Istotna poprawa to efekt sprzyjającej pogody dla branży budowlanej, do której Grupa kieruje 75% przychodów (w styczniu i marcu śladowe opady śniegu). Na rynku producentów profili aluminiowych koniunktura poprawa się powoli, co związane jest z utrzymującą się dużą rezerwą wolnych mocy produkcyjnych (w szczególności w zakresie prostych profili aluminiowych), uniemożliwiając przeprowadzenie zdecydowanej podwyżki premii przerobowej (wykorzystanie mocy w SWW w Grupie Kęty w 1Q11 wynosiło 80%). Spółka w 2Q11 nadal ma szansę na zanotowanie pozytywnej dynamiki wyników (podwyżki cenników nastąpiły dopiero w 3Q10). Nie spodziewamy się natomiast tak znaczącej poprawy jaka miała miejsce w 1Q11 (brak efektu pogodowego). Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Zarząd za 4 PLN dywidendy na akcję

Spółka poinformowała o podjęciu 11 kwietnia 2011 roku uchwały w sprawie propozycji wypłaty dywidendy za 2010 rok w wysokości 4,0 PLN na akcję (3,0% DY). Rada Nadzorcza pozytywnie zaopiniowała propozycję Zarządu 21.04.

Wyniki lepsze od oczekiwań Zarządu

W pierwszym kwartale 2011 roku przychody ze sprzedaży Grupy wyniosły 322,6 mln PLN i były o 30,2% r/r wyższe. Wysoka dynamika (+39,8% r/r) osiągnięta została w segmencie wyrobów wyciskanych, co związane było z jednej strony z rosnącymi cenami aluminium (+14,2% r/r w ekwiwalencie złotówkowym) oraz utrzymującym się popytem na rynkach zagranicznych (ponad 50% wzrost obrotów eksportowych) (obłożenie mocy segmentu sięgnęło 80% wobec 70-75% zanotowanych w 1Q10). Wysoka dynamika miała miejsce również w segmentach systemów aluminiowych (24,5% r/r) oraz opakowań giętkich (+18,1% r/r). W pierwszym przypadku wyższa wartość przychodów związana była z ponad 20% wzrostem sprzedaży na rynku krajowym oraz około 30% wzrostem na rynkach zagranicznych. W obrębie SSA pierwsze oznaki ożywienia zostały zanotowane na Ukrainie, co związane jest z pojawieniem się nieobserwowanych od długiego czasu znacznych zapytań. W przypadku opakowań giętkich, to bardzo dynamicznie w 1Q11 wzrosły przychody realizowane na eksport (+30% r/r), mniej z kolei wzrosła wartość sprzedanych towarów na rynek krajowy (+10% r/r). Duży wzrost przychodów zanotowany został w segmencie usług budowlanych (+106,3% r/r) głównie w wyniku realizowanego kontraktu na wykończenie obiektu SKY Tower, którego wartość prac przypadająca na 1Q11 wyniosła 9 mln PLN. Na dobre wyniki 1Q11 pozytywny wpływ miały także znacznie bardziej sprzyjające warunki pogodowe w okresie zimowym (znacznie mniejsze opady śniegu w styczniu i marcu), co przełożyło się na wielkość wykonywanych prac budowlanych (branża budowlana zapewnia 75% przychodów Grupy).

Na poziomie operacyjnym pozytywnie zaskoczyła rentowność segmentu opakowań giętkich, który mimo wzrostu cen folii aluminiowej i poliuretanowej oraz papieru osiągnął rentowność na poziomie 16,4%, czyli najwyżej od 1Q09. Nie bez znaczenia było również zwiększenie zaangażowania produktów o wyższej wartości dodanej przeznaczonych dla dużych koncernów spożywczych jak Nestle i McDonald's. Poprawa wyniku operacyjnego o 111,2% r/r miała miejsce w segmencie wyrobów wyciskanych, na co wpływ miało zwiększenie obłożenia mocy z 70-75% w 1Q10 do 80% w 1Q11, oraz stabilna wartość premii płaconej dostawcom aluminium (na przestrzeni 1Q10 ta wzrosła o około 30 USD/T, podczas gdy w 1Q11 była na stabilnym poziomie). W segmencie systemów aluminiowych, mimo istotnego wzrostu sprzedaży (+24,5% r/r) zysk operacyjny uległ obniżeniu o 41,9% r/r, a marża operacyjna spadła z 8,4% zanotowanych w 1Q10 do 3,9% w 1Q11. Spadek rentowności segmentu, to efekt opóźnienia związanego z przenoszeniem rosnących cen materiałów na cenniki (aluminium średnio stanowi około 30% kosztów wytworzenia produktów segmentu). Istotne zwiększenie obrotu segmentu usług budowlanych przełożyło się na wypracowanie wyniku w wysokości 1,6 mln PLN wobec -0,1 zanotowanych w 1Q10. Na EBIT pozytywny wpływ miały zawiązywane i rozwiązywane



odpisy na należności i zapasy, które przyczyniły się do zwiększenia wyniku o 0,3 mln PLN (w 90% dotyczyły one segmentu SSA).

Po 1Q11 całoroczna prognoza Zarządu jest wykonana na poziomie 23,8% pod względem przychodów, 20,8% dla EBITDA i 20,0% dla wyniku netto.

Wywiad z Prezesem

W wywiadzie udzielonym *Gazecie Giełdy Parkiet* oraz agencji PAP Prezes Mańko zapowiedział, że po udanym 1Q11 przewidywania na kolejny kwartał również są dobre. Zarząd spodziewa się wzrostu przychodów we wszystkich segmentach operacyjnych za wyjątkiem akcesoriów budowlanych. Zdaniem Prezesa przychody Spółki powinny przekroczyć 1,4 mld PLN wobec 1,36 mld PLN podanych w prognozie przez Zarząd. Zwiększenie ilości nowych projektów inwestycyjnych jest obecnie obserwowane na terenie Ukrainy, gdzie dotychczas rynek inwestycyjny był bardzo słaby. W bieżącym roku ukraiński oddział ma szansę na wypracowanie EBITDA na poziomie 5 mln PLN.



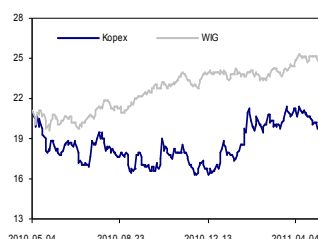
Kopex (Redukuj)

Cena bieżąca: 19,79 PLN Cena docelowa: 15,9 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 313,4	2 365,2	2,2%	2 224,3	-6,0%	1 889,0	-15,1%	Liczba akcji (mln)	74,3
EBITDA	217,1	184,6	-15,0%	224,9	21,9%	246,5	9,6%	MC (cena bieżąca)	1 471,0
marża EBITDA	9,4%	7,8%		10,1%		13,0%		EV (cena bieżąca)	1 906,1
EBIT	145,3	100,1	-31,1%	136,0	35,9%	152,8	12,4%	Free float	28,5%
Zysk netto	87,2	33,3	-61,9%	82,4	147,8%	94,3	14,5%		
P/E	16,9	44,2		17,9		15,6		Zmiana ceny: 1m	-7,0%
P/CE	9,3	12,5		8,6		7,8		Zmiana ceny: 6m	9,9%
P/BV	0,6	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-0,3%
EV/EBITDA	8,7	10,5		8,5		7,7		Max (52 tyg.)	21,5
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		3,2		Min (52 tyg.)	16,3



Mimo zapowiedzi głównego akcjonariusza dotyczących osiągnięcia w 2010 roku połowy zysku netto, jaki Spółka zanotowała w 2009 roku, co oznaczałoby, że wynik netto 4Q10 wyniesie około 22,4 mln PLN, Grupa Kopex w tym okresie wypracowała jedynie 13,3 mln PLN (zgodne z oczekiwaniami DI BRE). Dodatkowo mimo wysokich zanotowanych przychodów w 4Q10 (+35,6 vs. prognozy DI BRE) rentowność segmentu maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego była o 1,4pp. niższa od zakładanej i zarazem najniższa w całym roku. To potwierdzałoby nasze przypuszczenia, że rynek jest nadal bardzo słaby i mimo, że liczba nowych przetargów jest większa, to ich rentowność jest bardzo niska (często zerowa). Dodatkowym elementem ryzyka dla producentów maszyn i urządzeń dla górnictwa są rosnące ceny stali. Przy niskich ofertach cenowych składanych w kontraktach na obudowy ścianowe istnieje ryzyko niedoszacowania kosztów wytworzenia, a stal odpowiada za 80-90% kosztów wytworzenia. Wyniki za 1Q11 Spółka poda 16 maja. Podtrzymujemy rekomendację redukuj.

Raport roczny za FY2010

W opublikowanym zaudytowanym raporcie rocznym FY2010 przychody ze sprzedaży wyniosły 2365,2 mln PLN (wobec wcześniej podanych 2367,5 mln PLN), wynik operacyjny wyniósł 100,1 mln PLN (wobec wcześniej podanych 93,6 mln PLN), a zysk netto 33,3 mln PLN (wobec wcześniej podanych 34,5 mln PLN). Znaczne odchylenie od wcześniej raportowanych wyników kwartalnych na poziomie operacyjnym (+6,9%) wynika z wyższego zysku brutto ze sprzedaży (+3,2%), niższych kosztów sprzedaży (-6,7%). Pozostałe przychody operacyjne było o 11,2% niższe od wcześniej raportowanych, a pozostałe koszty operacyjne o 4,7% wyższe.



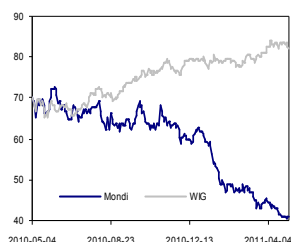
Mondi (Akumuluj)

Cena bieżąca: 83,75 PLN Cena docelowa: 88,7 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-31

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 360,8	2 263,7	66,3%	2 579,0	13,9%	2 517,9	-2,4%	Liczba akcji (mln)	50,0
EBITDA	217,9	488,1	124,0%	593,2	21,5%	550,1	-7,3%	MC (cena bieżąca)	4 187,5
marża EBITDA	16,0%	21,6%		23,0%		21,8%		EV (cena bieżąca)	4 267,6
EBIT	99,6	330,7	232,0%	440,6	33,2%	400,3	-9,1%	Free float	16,0%
Zysk netto	71,4	249,3	249,1%	401,1	60,9%	382,3	-4,7%		
P/E	58,6	16,8		10,4		11,0		Zmiana ceny: 1m	-8,9%
P/CE	22,1	10,3		7,6		7,9		Zmiana ceny: 6m	-36,3%
P/BV	3,5	2,9		2,3		2,3		Zmiana ceny: 12m	-37,2%
EV/EBITDA	22,3	9,6		7,2		7,7		Max (52 tyg.)	72,6
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		9,6		Min (52 tyg.)	40,4



Wbrew naszym oczekiwaniom spółka nie wypłaci dywidendy za 2010 roku (decyzja WZA). Poza potencjalną inwestycją związaną z odkupieniem elektrociepłowni od PEP Zarząd obawia się o marże operacyjne i zamierza obniżyć zadłużenie spółki. Presja na marże pochodzi ze wzrostu cen surowców, makulatury i drewna. Nadal uważamy, że prognoza zysku netto na poziomie 401 mln PLN jest realna, co powoduje, że spółka notowana jest na koniec br. po P/E równym 10,4. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Ceny papieru w kwietniu

W kwietniu ceny kraftlinera obniżyły się o 0,9%, co po uwzględnieniu kursu EURPLN oznacza spadek o 2,2%. Papiery makulaturowe nadal drożały. Cena testlinera wzrosła o 6,6% a flutingu o 5,1% (w PLN odpowiednio: 5,1% i 3,6%). W tym czasie cena makulatury na rynku europejskim wzrosła o 8,2% (6,7% w PLN). Biorąc pod uwagę, że cena produktu gotowego jest trzykrotnie wyższa niż makulatury, a na tonę produktu końcowego zużywa się 1,2 tony surowca, przy takim wzroście cen obu składowych marża przerobowa (cena papieru – cena makulatury) rośnie, W skali miesiąca o 4%.

Budownictwo

Dynamika produkcji budowlano-montażowej w marcu

Zgodnie z danymi GUS, dynamika produkcji budowlano-montażowej wyniosła w marcu 24,2% r/r i 42,4% m/m. Po wyeliminowaniu czynników sezonowych, dynamika wyniosłaby 15,2% r/r i 3,1% m/m.

Budownictwo energetyczne

Trzy oferty techniczne na budowę bloku w Kozienicach

Wpłynęły 3 oferty techniczne na budowę bloku w Kozienicach – od Hitachi Power Europe i Polimexu, Alstomu i PBG oraz od China Overseas Engineering Group. Enea wybierze następnie ofertę techniczną, w oparciu o którą trzy konsorcja złożą ostateczne oferty cenowe. Prezes Elektrowni Kozienice dodał, że do końca maja spółka sprawdzi złożone oferty na budowę bloku 1GW, do września chciałaby uzyskać oferty cenowe i na przełomie października i listopada podpisać umowę na wykonawstwo. Nowy blok ma być uruchomiony w 2016 roku (na razie zgodnie z harmonogramem). Elektrownia chce również zmodernizować 3 najstarsze bloki o mocy 200 MW, które miały być wycofywane w latach 2018-19. Koszt modernizacji jednego takiego bloku może sięgnąć 300 mln PLN, remont pozwoli na wydłużenie okresu pracy o 15 lat.

Bipromet

Prezes o portfelu zleceń i wynikach

Prezes Biprometu przyznaje, że portfel zleceń na rok 2011 ma wartość 118 mln PLN. Spółka liczy na pozyskanie kolejnych zleceń i poprawę wyników r/r. Pod koniec maja Rada Nadzorcza będzie zatwierdzać budżety spółki i wówczas możliwe jest opublikowanie przez spółkę prognoz. Firma liczy na stabilne wyniki w kolejnych latach i planuje rozszerzyć działalność w ramach projektowania i inwestorstwa zastępczego w przypadku inwestycji w budowę spalarni odpadów. Bipromet planuje też przygotować koncepcję centrum konferencyjno-biurowego na terenie bazy spółki w Katowicach. Plan zagospodarowania pozwala na budowę obiektu o powierzchni najmu nawet 40 tys. m².

Mostostal Płock

Prezes Mostostalu Płock o wynikach 2011 roku

Mostostal Płock stara się o zapełnienie portfela zamówień na rok 2011. Na pierwsze półrocze spółka ma zlecenia, brakuje ich jednak na II połowę roku. Prezes liczy na pozytywne rozstrzygnięcie rozmów dotyczących nowych kontraktów. Zarząd ma nadzieję na powtórzenie ubiegłorocznych przychodów (141 mln PLN). Na razie za wcześnie jest na zapewnienia, że na pewno się to uda. Prezes nie chce też składać deklaracji odnośnie wyniku netto. Na wyniki Q1 2011 będzie miała wpływ transakcja sprzedaży 50% udziałów Centromostu i nieruchomości wykorzystywanych przez spółkę.

Mostostal Zabrze

Pozytywny wyrok w sprawie „skargi pauliańskiej”

Sąd Apelacyjny w Katowicach oddalił apelację wniesioną przez spółkę Reliz, zależną od Kredyt Banku, w sprawie tzw. skargi pauliańskiej. Chodzi o sprzedaż biurowca Altus, przeprowadzoną przez Kredyt Bank, zgodnie z opinią Mostostalu, poniżej wartości rynkowej obiektu. Kwota żądań Mostostalu to 46 mln PLN plus odsetki (łącznie około 80 mln PLN). Decyzja jest korzystna dla Mostostalu. Mostostal może przystąpić do kalkulacji i uzasadniania poniesionych strat. Kalkulacje te zostaną przedstawione bankowi, który może się z nimi nie zgadzać.



Budimex (Redukuj)

Cena bieżąca: 106,8 PLN Cena docelowa: 98,2 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-06

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 289,9	4 430,3	34,7%	4 865,0	9,8%	4 718,9	-3,0%	Liczba akcji (mln)	25,5
EBITDA	221,7	352,6	59,0%	284,5	-19,3%	307,6	8,1%	MC (cena bieżąca)	2 726,6
marża EBITDA	6,7%	8,0%		5,8%		6,5%		EV (cena bieżąca)	2 358,2
EBIT	200,5	331,4	65,3%	262,9	-20,7%	285,5	8,6%	Free float	35,3%
Zysk netto	173,7	267,4	54,0%	224,0	-16,2%	235,0	4,9%		
P/E	15,7	10,2		12,2		11,6		Zmiana ceny: 1m	4,4%
P/CE	14,0	9,4		11,1		10,6		Zmiana ceny: 6m	5,7%
P/BV	4,7	4,0		4,1		3,4		Zmiana ceny: 12m	10,9%
EV/EBITDA	8,5	2,5		8,3		8,1		Max (52 tyg.)	109,2
Dyid (%)	5,5	6,4		8,5		4,1		Min (52 tyg.)	84,6



Kurs Budimexu wzrósł, z uwagi na optymistyczne zapowiedzi Prezesa dotyczące możliwych bardzo dobrych wyników finansowych w 2011 roku. Wyniki za Q1 2011 oceniamy pozytywnie (na poziomie nominalnym niższe, niż oczekiwaliśmy, z uwagi na mniejszy spadek salda rezerw, ale lepsza, niż oczekiwana struktura). W Q1 2011 Budimex rozliczał jeszcze wybrane stare kontrakty (m.in. kontrakt na S8). Pula starych, wysoko marżowych zleceń się wyczerpała. Jeśli w kolejnych kwartałach wyniki Budimexu będą się pozytywnie wyróżniać na tle sektora, to tylko za sprawą rozwiązywania przez spółkę rezerw. Rozwiązania rezerw nie przynoszą dodatnich przepływów pieniężnych. Z punktu widzenia wyceny, najbardziej istotne są naszym zdaniem prognozy dotyczące stanów gotówkowych. Zakładamy, że stany gotówki w 2011 roku będą spadać (niewiele zaliczek od GDDKiA, dywidenda, wydatki na projekty deweloperskie). Spółka notowana jest przy wskaźnikach P/E 2011 = 12,2, EV/EBITDA 2011 = 8,3. Gdyby Budimex utrzymał na koniec 2011 roku stany gotówkowe z Q1 2011, EV/EBITDA wyniosłaby 6,1. Poziom wyceny nie jest naszym zdaniem atrakcyjny, zważywszy, że mamy do czynienia ze spółką, w której należy oczekiwać spadku przychodów w latach 2012-2013 i presji na marżę (spadek wydatków na budowę dróg, drogownictwo to prawie 70% przychodów Budimexu). Z uwagi na wzrost kursu Budimexu, obniżamy rekomendację do redukuj.

Wyniki Budimexu w Q1 2011

W Q1 2011 Budimex wygenerował 797,8 mln PLN przychodów (Q1 2010: 577,2 mln PLN), 57,9 mln PLN EBIT i 46,7 mln PLN zysku netto. Wyniki nie odbiegają istotnie od konsensusu prognoz, który zakładał 808 mln PLN przychodów, 57,3 mln PLN EBIT i 49,3 mln PLN zysku netto. Na wynik Q1 2011 istotny wpływ miał spadek salda rezerw o 38,4 mln PLN. Prawdopodobnie, całość zmiany salda to wykorzystanie rezerw, nie zaś rozwiązanie. Cash flow operacyjny w Q1 2011 wyniósł -782,7 mln PLN. Wyniki oceniamy pozytywnie (dobra jakość).

Prezes o oczekiwanych wynikach 2011 roku

Prezes Budimexu potwierdził chęć powtórzenia przez spółkę wyniku z roku 2010 w roku 2011. Jednocześnie, Prezes przyznał, że w wewnętrznych prognozach Budimex zakłada w 2011 roku niższy zysk netto, niż w roku 2010. W zeszłym roku jednak wewnętrzne założenia udało się znacznie przekroczyć. Jednocześnie Prezes Budimexu przyznał, że prognozy większości analityków są bardziej pesymistyczne, niż wewnętrzna prognoza spółki. Prezes zwrócił też uwagę na konserwatywną politykę rezerw i poinformował, że spodziewa się w 2011 roku wyższego wyniku części budowlanej, co ma zrekompensować niższy wynik segmentu deweloperskiego. Wzrost sprzedaży będzie obserwowany w każdym kwartale 2011 roku. Prezes nie wyklucza spadku przychodów w segmencie drogowym w latach 2012-2013. Na koniec marca portfel zamówień spółki miał wartość 7,1 mld PLN. Spółka oczekuje na podpisanie kolejnych umów za 1,3 mld PLN.

300 mieszkań sprzedanych przez Budimex nieruchomości w Q1 2011

W Q1 2011 Budimex Nieruchomości sprzedał około 300 lokali. W 2011 roku Budimex chciałby rozpocząć budowę 4-5 inwestycji, po 230-250 lokali każda. Trzy z nich powstaną w Warszawie, a po jednej w Krakowie i Poznaniu. W sumie znajdzie się w nich 1000-1200 mieszkań. Projekty te pojawiają się w wynikach spółki w 2013 roku. Celem jest, aby Budimex Nieruchomości co roku rozpoczynał budowę i sprzedawał około 1000 lokali. Z nowych projektów w budowie, udało się już przedprzedać około 35% lokali. Spółka zamierza też kupować nowe grunty – w Warszawie i Trójmieście, w przyszłym roku zaś być może też we Wrocławiu. Budimex Nieruchomości na zakupy gruntów może wydać do 100 mln PLN.

Budimex stara się o nabycie PNI

Budimex i MCI Private Ventures FIZ zostały zaproszone do negocjacji w sprawie zakupu udziałów PNI od Grupy PKP. PKP planują finalizację transakcji w I połowie 2011 roku. Jeśli Budimex zostanie wybrany jako nabywca spółki, to pozostaną jeszcze do przeprowadzenia negocjacje pakietu socjalnego dla pracowników oraz integracja spółki w strukturach Budimexu. Budimex zakończył już due diligence PNI. Spółka nie podjęła jeszcze decyzji, czy podniesie ofertę cenową. Czas złożenia ostatecznych ofert cenowych upływa 16 maja.

Zarząd rekomenduje dywidendę na poziomie 9,08 PLN na akcję (yield = 8,3%)

Zarząd rekomenduje dywidendę na poziomie 9,08 PLN na akcję (yield = 8,3%), wartość dywidendy: 231,8 mln PLN.

Wybór oferty za 337,5 mln PLN

GDDKiA wybrała ofertę konsorcjum firm Budimex i Ferrovial jako najkorzystniejszą w przetargu na budowę drogi S17 na odcinku Kurów – Lublin – Piaski zadanie nr. 2: w. Bogucin – w. Dąbrownica. Wartość oferty to 337,5 mln PLN (7% prognozowanych przychodów Budimexu na rok 2011). Termin realizacji prac to 24 miesiące. Kolejne oferty w przetargu są niewiele droższe: Dragados: +0,9%, Mota-Engil: +1,9%, Polimex i Doprastav: +2%, Sando: +4%,...

Kontrakt za 119,7 mln PLN

Budimex w konsorcjum z Ferrovialem podpisał kontrakt z Uniwersytetem Medycznym w Białymstoku na przebudowę i rozbudowę budynków uniwersytetu. Wartość prac to 119,7 mln PLN (2,4% prognozowanych przychodów Budimexu w 2011 roku). Termin realizacji prac to 33 miesiące.

Kontrakt za 98,9 mln PLN

Budimex w konsorcjum z partnerami podpisał umowę z Kujawsko – Pomorskimi Inwestycjami Medycznymi na przebudowę i rozbudowę Wojewódzkiego Szpitala Dziecięcego w Bydgoszczy. Wartość umowy to 98,9 mln PLN (2% prognozowanych przychodów Budimexu na rok 2011). Termin realizacji prac to 5 czerwca 2013.

Kontrakt za 73,6 mln PLN

Budimex podpisał umowę z 2Build na budowę budynku biurowo-usługowego w Poznaniu. Wartość umowy to 73,6 mln PLN, czyli około 1,5% prognozowanych przychodów Budimexu na rok 2011. Termin realizacji to 31 października 2012 roku.

Najkorzystniejsze oferty za 69,3 mln PLN

Budimex złożył najkorzystniejsze oferty za około 69,3 mln PLN. Oferty dotyczą: 1) prac wykończeniowych w budynku Uniwersytetu im. A. Mickiewicza w Poznaniu (20,2 mln PLN); 2) odnowy starych fortyfikacji w Zamościu (około 49 mln PLN). Wartość obu kontraktów to około 1,5% prognozowanych przychodów Budimexu na rok 2011.

Wybór oferty 50,2 mln PLN

Uniwersytet A. Mickiewicza w Poznaniu wybrał ofertę Budimexu na budowę budynku uniwersytetu. Wartość oferty to 50,2 mln PLN (1% prognozowanych przychodów Budimexu na rok 2011). Realizacja potrwa do połowy 2013 roku.



Elektrobudowa (Akumuluj)

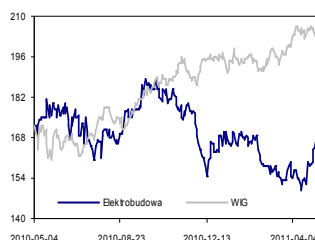
Cena bieżąca: 168 PLN

Cena docelowa: 178,6 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-03

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	700,9	786,7	12,2%	762,5	-3,1%	847,1	11,1%	Liczba akcji (mIn)	4,7
EBITDA	123,5	64,0	-48,2%	74,0	15,7%	82,3	11,2%	MC (cena bieżąca)	797,6
marża EBITDA	17,6%	8,1%		9,7%		9,7%		EV (cena bieżąca)	681,5
EBIT	69,0	53,1	-23,1%	62,1	17,0%	69,7	12,3%	Free float	42,3%
Zysk netto	54,5	45,1	-17,4%	56,4	25,3%	63,1	11,8%		
P/E	14,6	17,7		14,1		12,6		Zmiana ceny: 1m	9,1%
P/CE	7,3	14,3		11,7		10,5		Zmiana ceny: 6m	-5,1%
P/BV	2,8	2,5		2,2		2,0		Zmiana ceny: 12m	-2,3%
EV/EBITDA	8,8	11,7		9,2		8,0		Max (52 tyg.)	188,4
Dyield (%)	1,9	2,1		2,1		2,4		Min (52 tyg.)	150,0



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

Dywidenda wyniesie 6 PLN na akcję (yield = 3,7%)

Akcjonariusze Elektrobudowy zdecydowali na WZA o wypłacie dywidendy na poziomie 6 PLN na akcję (yield = 3,7%). Zgodnie z uchwałą, na dywidendę przeznaczony zostanie 28,5 mln PLN. Dniem prawa do dywidendy będzie 18 lipca, a pieniądze zostaną wypłacone 2 sierpnia.



Erbud (Akumuluj)

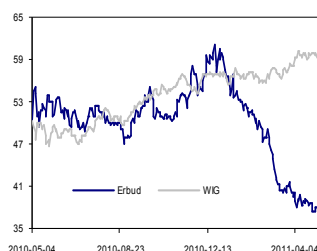
Cena bieżąca: 37,2 PLN

Cena docelowa: 42,6 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-04-29

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	954,6	1 103,9	15,6%	1 281,5	16,1%	1 338,8	4,5%	Liczba akcji (mIn)	12,6
EBITDA	68,3	29,0	-57,5%	42,1	44,9%	61,6	46,3%	MC (cena bieżąca)	467,6
marża EBITDA	7,2%	2,6%		3,3%		4,6%		EV (cena bieżąca)	377,7
EBIT	60,5	20,9	-65,5%	33,9	62,3%	53,3	57,2%	Free float	27,5%
Zysk netto	41,7	12,1	-71,0%	30,1	148,6%	46,1	53,2%		
P/E	11,2	38,7		15,6		10,2		Zmiana ceny: 1m	-7,0%
P/CE	9,5	23,1		12,2		8,6		Zmiana ceny: 6m	-30,9%
P/BV	2,0	2,0		1,7		1,5		Zmiana ceny: 12m	-31,4%
EV/EBITDA	4,9	12,7		9,0		6,0		Max (52 tyg.)	61,0
Dyid (%)	0,3	1,3		0,7		1,3		Min (52 tyg.)	37,2



Rok 2010 był słaby dla Erbudu, z powodu dużych strat spółek zależnych i niekorzystnych zdarzeń jednorazowych. W 2011 roku spółki zależne nie będą już negatywnie wpływać na wyniki. Ponad 46 mln PLN zysku możliwe będzie jednak do osiągnięcia dopiero w 2012 roku, a nie jak wcześniej zakładaliśmy, w roku 2011. Przyczyną oczekiwanego niższego wyniku w 2011 roku jest: 1) możliwe opóźnienie w realizacji wysoko marżowego kontraktu na budowę przejścia granicznego w Budomierzu 2) niższa rentowność pozyskanych w 2009 i 2010 roku kontraktów budowlanych (drogi, budownictwo kubaturowe) 3) niższa rentowność segmentu deweloperskiego (poprawa w 2012 roku). Mimo obniżki prognoz, sądzimy, że w kontekście oczekiwanej poprawy wyników w 2012 roku, spółka jest atrakcyjna. Erbud nie pozyskiwał dużych, ryzykownych zleceń. Specjalizacją firmy są głównie kontrakty z sektora prywatnego, w którym w 2011 roku spodziewamy się wzrostu. Sytuacja w spółkach zależnych poprawia się (duży wzrost portfela zamówień w Belgii, segment konstrukcji stalowych nie przyniesie strat). Erbud notowany jest przy wskaźniku EV/S = 0,3, co przy założeniu marż EBIT w długim terminie na poziomie 3% powinno być wsparciem dla kursu. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Nowy kontrakt za 23,4 mln PLN

Erbud podpisał kontrakt z Wojewódzkim Szpitalem Podkarpackim na zaprojektowanie i wykończenie sal operacyjnych w budynku szpitala. Wartość umowy to 23,4 mln PLN (1,7% prognozowanych przychodów Erbudu na rok 2011). Termin realizacji prac to grudzień 2012.

Korekty w raporcie rocznym

W porównaniu do raportu Q4 2010, przychody Erbudu w 2010 roku spadły z 1108,1 mln PLN do 1103,9 mln PLN, EBIT z 24,9 mln PLN do 20,9 mln PLN, zysk netto zaś z 15,2 mln PLN do 12,1 mln PLN. Zysk brutto na sprzedaży został obniżony z 87,3 mln PLN do 75,9 mln PLN, jednocześnie, spadły pozostałe koszty operacyjne netto (z 9,5 mln PLN do 1,2 mln PLN). Audytor wydał opinię bez zastrzeżeń.



Mostostal Warszawa (Kupuj)

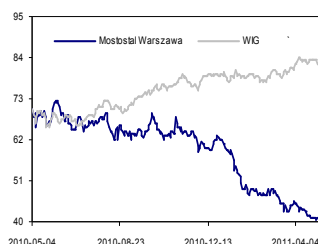
Cena bieżąca: 41 PLN

Cena docelowa: 59,9 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-02-11

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 712,1	2 570,4	-5,2%	2 730,5	6,2%	2 650,4	-2,9%	Liczba akcji (mIn)	20,0
EBITDA	209,1	119,7	-42,8%	104,8	-12,4%	132,2	26,2%	MC (cena bieżąca)	820,0
marża EBITDA	7,7%	4,7%		3,8%		5,0%		EV (cena bieżąca)	619,0
EBIT	181,2	84,3	-53,5%	67,7	-19,7%	94,2	39,1%	Free float	29,9%
Zysk netto	117,3	62,5	-46,7%	57,1	-8,7%	77,8	36,4%		
P/E	7,0	13,1		14,4		10,5		Zmiana ceny: 1m	-8,9%
P/CE	5,6	8,4		8,7		7,1		Zmiana ceny: 6m	-36,3%
P/BV	1,7	1,6		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m	-37,2%
EV/EBITDA	2,7	4,4		5,9		4,5		Max (52 tyg.)	72,6
Dyid (%)	0,8	4,4		3,7		3,5		Min (52 tyg.)	40,4



Kurs Mostostalu Warszawa w kwietniu spadł o ponad 10%, z uwagi na oczekiwane słabe wyniki Q1 2011 oraz negatywny sentyment do sektora. Spadki kursu nie zmieniają naszej oceny atrakcyjności inwestycyjnej spółki. Wycena Mostostalu jest bardzo niska (EV/S = 0,22). Spółka stara się o kontrakty w prawie wszystkich perspektywicznych obszarach budownictwa (energetyka, hydrotechnika, zlecenia specjalistyczne). Istnieje ryzyko, że wynik 2011 roku będą znacznie gorsze, niż w 2010 roku, ale ... przy obecnym poziomie wyceny nie ma to dla nas większego znaczenia. Kapitalizacja spółki to jedynie 808 mln PLN. EV spółki zbliżone jest do 600 mln PLN. W relacji to realizowanych przychodów, jest to najtańsza spółka budowlana notowana na GPW. Mostostal Warszawa jest przykładowo tańszy, niż Pol-Aqua, która a) doświadczyła dużych strat w ubiegłych kwartałach b) prowadzi szczątkową politykę informacyjną. Oczekujemy, że kolejne kwartały przyniosą znaczny wzrost kursu, z uwagi na: pozyskanie nowych zleceń, spadek konkurencji w sektorze i poprawę sentymentu, publikację wyników Q1 2011 (spadek niepewności). Ewentualna rewizja prognoz i wyceny dotknęłaby jedynie prognoz wyników 2011 roku i wyceny porównawczej (spadek kursów innych firm). W efekcie, fundamentalny potencjał wzrostu kursu o około 40% wydaje nam się niezagrażony. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Kontrakt za 297,8 mln PLN

Mostostal Warszawa w konsorcjum z Accioną, Asseco Poland i Mostostalem Puławy, podpisał z Agencją Rozwoju Miasta w Krakowie umowę na budowę hali sportowo – widowiskowej w Krakowie (Czyżyny). Wartość umowy to 297,8 mln PLN (11% prognozowanych przychodów Mostostalu na rok 2011). Termin realizacji prac to 30 miesięcy. W przetargu złożono tylko jedną konkurencyjną ofertę, za 364,8 mln PLN (Alpine Bau i konsorcjanci). Wcześniejsze deklaracje odnośnie kosztu przedsięwzięcia mówiły o kwocie 327,9 mln PLN netto (400 mln PLN brutto). Oferta jest o niecałe 10% niższa, niż deklarowany kosztorys. Czynnikiem ryzyka może być to, że oferta pierwotnie była złożona w połowie 2010 roku, jej ważność była jednak przedłużana, z uwagi na protesty.

Kontrakt za 103,4 mln PLN

Mostostal Warszawa w konsorcjum z Accioną podpisał kontrakt z PKP PLK na przebudowę stacji Kraków Główny wraz z robotami dotyczącymi organizacji węzła przesiadkowego. Termin realizacji prac to 31 maja 2012. Wartość umowy to 103,4 mln PLN (3,8% prognozowanych przychodów Mostostalu na rok 2011).

Kontrakt za 51,6 mln PLN

Mostostal Warszawa w konsorcjum z firmą Cestar podpisał umowę ze Związkiem Międzygminnym „Puszcza Zielonka” na budowę kanalizacji. Wartość umowy to 51,6 mln PLN, czyli około 1,9% prognozowanych przychodów Mostostalu na rok 2011. Termin realizacji prac to 24 miesiące.



PBG (Trzymaj)

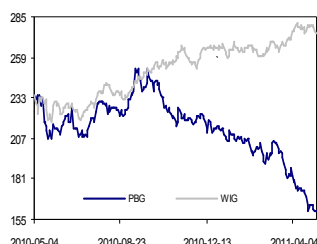
Cena bieżąca: 160,3 PLN

Cena docelowa: 180,9 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-28

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 578,0	2 740,3	6,3%	2 396,1	-12,6%	2 002,1	-16,4%	Liczba akcji (mIn)	0,0
EBITDA	338,7	319,4	-5,7%	302,0	-5,5%	266,8	-11,7%	MC (cena bieżąca)	0,0
marża EBITDA	13,1%	11,7%		12,6%		13,3%		EV (cena bieżąca)	-204,9
EBIT	286,5	272,7	-4,8%	249,1	-8,6%	216,2	-13,2%	Free float	37,4%
Zysk netto	210,6	224,3	6,5%	208,1	-7,2%	197,8	-5,0%		
P/E								Zmiana ceny: 1m	-12,2%
P/CE								Zmiana ceny: 6m	-29,0%
P/BV								Zmiana ceny: 12m	-29,7%
EV/EBITDA	2,1	2,5						Max (52 tyg.)	252,0
Dyid (%)	231,7	0,9		2,4		2,3		Min (52 tyg.)	159,9



Nasza wycena fundamentalna implikuje potencjał wzrostu kursu PBG. Uważamy jednak, że raczej nie zrealizuje się on w najbliższym miesiącu. Kurs PBG w ostatnim miesiącu zachowywał się bardzo słabo, co naszym zdaniem związane jest z negatywnymi wrażeniami inwestorów po ostatniej konferencji wynikowej. Na konferencji sytuacja przejęcia Hydrobudowy przez PBG została przez Prezesa PBG porównana z przejęciem Pol-Aqua przez Dragados, co naszym zdaniem wzbudziło wiele obaw. Po pierwsze, o samą realność transakcji, po drugie, o sytuację bilansową i wyniki Hydrobudowy (nierównowaga między należnościami i zobowiązaniami). Podtrzymujemy opinię, że transakcja najprawdopodobniej będzie zrealizowana, nie wykluczamy jednak kolejnych opóźnień. W takim scenariuszu, rynek może zareagować negatywnie. Transakcja opóźnia się już po raz kolejny. Wycena spółki nadal dyskontuje wysokie marże – kluczowym warunkiem do jej utrzymania są pozytywne rozstrzygnięcia, dotyczące podziału realizowanej marży, w ramach współpracy z Alstomem. Na konferencji inwestorskiej PBG informowało o możliwości pozyskania dużych zleceń w Rumunii. Istnieje obawa, że kontrakty te nie zostaną przez PBG pozyskane. Podtrzymujemy rekomendację neutralną.

Prognoza wyników finansowych w 2011 roku

PBG opublikowało prognozę wyników finansowych, zgodnie z którą w 2011 roku wygeneruje 2,3 mld PLN przychodów, 230 mln PLN EBIT i 200 mln PLN zysku netto. W przychodach procentowo udział będą miały następujące segmenty: ropa i gaz: 38%, budownictwo przemysłowe i mieszkaniowe: 33%, drogownictwo: 22%, woda: 7%. W prognozie uwzględniono transakcję OHL na poziomie konsolidacji podmiotów zależnych (Hydrobudowa i Aprivia konsolidowane metodą pełną do połowy 2011 roku). W prognozie nie uwzględniono wyniku na sprzedaży pakietu akcji Hydrobudowy i Aprivii. Założono również konsolidację metodą praw własności wyniku Energomontażu Południe, przyjmując, że PBG posiada 25% udziałów w spółce. W prognozie w 2011 roku uwzględniony został zysk na wycenie nieruchomości w wysokości 15 mln PLN.

Zarząd nie widzi fundamentalnych przesłanek do spadku kursu

Zarząd w komentarzu do sytuacji spółki przyznał, że nie widzi fundamentalnych przyczyn spadku kursu. Spółka zapewnia, że jej strategia jest konsekwentnie realizowana, co powinno pozytywnie przełożyć się na jej wycenę.

Zarząd PBG o transakcji z OHL

Prezes PBG deklaruje, że transakcja z OHL dojdzie do skutku, a wszystkie szczegóły mają zostać ustalone w ciągu kilku tygodni. Finalizacja transakcji przewidziana jest na Q3 2011. Większość warunków umowy została już ustalona, do finalizacji pozostały kwestie związane z Hydrobudową. W spółce Aprivia nie ma już żadnych rozbieżności. Zarząd PBG przyznaje, że wątpliwości Hiszpanów wzbudził przykład Pol-Aqua i Dragadosu. Istotną okazała się też kwestia spółek Metorex i KWG, postrzegane jako konkurencyjne wobec Hydrobudowy. PBG nie widzi ryzyka tworzenia rezerw w związku z realizacją kontraktu na budowę Stadionu Narodowego.

List intencyjny z OHL

PBG poinformowało o podpisaniu listu intencyjnego z OHL. Przedmiotem listu jest wyrażenie przez firmy intencji bliskiej współpracy w celu rozwoju na rynkach zagranicznych w segmencie ropy naftowej i gazu ziemnego. W pierwszej kolejności chodzi o Meksyk, Brazylię i inne kraje Ameryki Południowej. Strony deklarują też rozpoczęcie współpracy w ramach infrastruktury transportowej, budownictwa lądowego i specjalistycznego w Afryce, Rosji, Turkmenistanie, Uzbekistanie i Kazachstanie. List intencyjny będzie obowiązywał przez okres 12 miesięcy.

Zarząd PBG o potencjalnych nowych kontraktach

PBG planuje na koniec 2011 roku posiadać w portfelu zleceń kontrakty warte 5-7 mld PLN. PBG liczy na pozyskanie kontraktów energetycznych wartych 3-7 mld PLN. W ocenie spółki, PBG ma szansę na zwycięstwo w 4 z 6 przetargów. PBG w konsorcjum z Alstomem, obok Polimexu z konsorcjantami, znalazło się na krótkiej liście 5 podmiotów dopuszczonych do składania ofert na realizację bloku gazowego w Stalowej Woli. PBG i OHL planują wspólne starty w przetargach i wspólną akwizycję w krajach Ameryki Południowej. Spółki wspólnie składają zlecenia na rynkach Ameryki Południowej, celem są zlecenia warte 10-50 mln EUR. W Rumunii firmy wspólnie złożyły oferty za 4 mld PLN, w dwóch przetargach firmy są na pierwszym miejscu. Chodzi o zlecenia warte ponad 1 mld PLN. Firmy negocjują też wspólnie przedsięwzięcie koncesyjne w Rosji. Być może do połowy roku uda się pozyskać ciekawy projekt.

Wezwanie na 41% akcji Energomontażu Południe

Energomontaż Południe ogłosił wezwanie na 41% akcji Energomontażu Południe po 4,1 PLN. Państwo Gasinowicze obecnie rozważają sytuację Energomontażu, w kontekście wezwania ogłoszonego przez PBG. Na razie nie planują ogłoszenia kontrwezwania. Zaproponowaną cenę uważają jednak za niesatysfakcjonującą – wynika z doniesień prasowych.

Najniższa oferta na budowę tunelu i trasy drogowej za 725,9 mln PLN

Konsorcjum, którego liderem jest Hydrobudowa Polska, złożyło najniższą ofertę cenową na budowę odcinka Trasy Słowackiego w Trójmieście. W skład konsorcjum wchodzi też OHL, PBG i PRG Metro. Kontrakt obejmuje budowę 2,4 km drogi i wykonanie za pomocą maszyny TBM tunelu pod Martwą Wisłą. Wartość oferty to 885,6 mln PLN brutto, 725,9 mln PLN netto (45,9% ubiegłorocznych przychodów Hydrobudowy). Nie wiemy, jaki jest udział poszczególnych oferentów w wartości umowy. Hydrobudowa zaproponowała czas budowy rzędu 36 miesięcy. Kolejne były oferty: 2) FCC Construcción (1 180,0 mln PLN brutto), 3) Mostostal Warszawa (1 354,5 mln PLN brutto), 4) Strabag (1 532,8 mln PLN brutto), 5) Hochtief Polska (1 639,1 mln PLN brutto). Kosztorys inwestorski wynosił 510,9 mln PLN brutto.

Kontrakt za 99,0 mln PLN

Hydrobudowa Polska w konsorcjum z PBG podpisała umowę z Gminą Miasta Toruń na budowę hali sportowo-widowiskowej w Toruniu. Wartość umowy to 99 mln PLN, z czego 50% zrealizuje Hydrobudowa, a 50% PBG. 49,5 mln PLN to około 2% prognozowanych przychodów PBG na rok 2011.



Polimex Mostostal (Akumuluj)

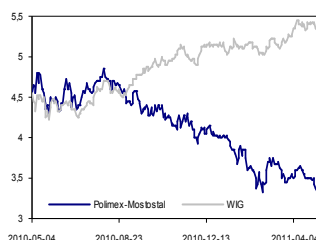
Cena bieżąca: 3,33 PLN

Cena docelowa: 4,03 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-03

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	4 836,7	4 160,9	-14,0%	5 125,5	23,2%	5 195,1	1,4%	Liczba akcji (mln)	521,7
EBITDA	343,6	300,4	-12,6%	326,0	8,5%	356,2	9,3%	MC (cena bieżąca)	1 737,3
marża EBITDA	7,1%	7,2%		6,4%		6,9%		EV (cena bieżąca)	2 245,8
EBIT	264,9	212,7	-19,7%	206,0	-3,2%	235,6	14,4%	Free float	62,0%
Zysk netto	156,4	109,7	-29,9%	142,8	30,2%	184,4	29,1%		
P/E	9,9	14,1		12,2		9,4		Zmiana ceny: 1m	-5,1%
P/CE	6,6	7,8		6,6		5,7		Zmiana ceny: 6m	-22,2%
P/BV	1,2	1,1		1,2		1,0		Zmiana ceny: 12m	-27,0%
EV/EBITDA	5,8	6,8		6,9		5,9		Max (52 tyg.)	4,8
Dyid (%)	0,3	1,2		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,3



Wyniki Q1 2011 mogą być gorsze, niż zakładają nasze prognozy, co związane jest ze słabszymi rezultatami spółek zależnych. Słabsze wyniki Q1 mogą wskazywać, że cel Zarządu, dotyczący osiągnięcia 3% rentowności netto w całym 2011 roku, może być trudny do zrealizowania. Mimo to, w średnim terminie spółka pozostaje atrakcyjna. Polimex na tle sektora budowlanego jest podmiotem średnio-cyklicznym. Oznacza to, że poprawa rentowności w ramach działalności podwykonawczej i produkcyjnej nadejdzie szybciej, niż w przypadku generalnych wykonawców, realizujących duże zlecenia. Poza tym, Polimex nadal ma 100 mln PLN ulg podatkowych do rozpoznania (z tego rozpoznanie 22,8 mln PLN przewidujemy w 2011 roku). Od 2013 roku na wyniki Polimexu będą wpływać duże inwestycje sektora energetycznego, co powinno pozwolić na powrót marży EBIT do poziomu 5%. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Prezes o oczekiwanych wynikach 2011 roku

Prezes Polimexu spodziewa się, że przychody spółki w 2011 roku wzrosną o kilkanaście procent. Dynamika wzrostu zysku netto ma być większa, niż dynamika przychodów. Marża netto ma ustabilizować się na poziomie około 3%. Prezes Jaskółka widzi na rynku stabilizację cen stali i innych materiałów budowlanych, nawet z lekką tendencją spadkową. Z uwagi na słabą sytuację w branży chemicznej, Polimex szuka zleceń na granicy. Przykładowo, Polimex złożył ofertę na Białorusi za kilkadziesiąt mln PLN. Rozstrzygnięcie powinno nastąpić przed końcem 2011 roku. Wartość portfela spółki to 7 mld PLN, portfel utrzymuje się stale na tym poziomie.

Pol-Aqua ma najniższą ofertę na dworzec w Łodzi (1,25 mld PLN)

Pol-Aqua złożyła najniższą ofertę cenową na budowę podziemnej części łódzkiego dworca kolejowego. Wartość oferty to 1,25 mld PLN. Kolejną ofertę złożył Torpol z grupy Polimex Mostostal (1,43 mld PLN). Zgodnie z informacjami prasowymi, Pol-Aqua i Dragados prawdopodobnie nie zdobędą kontraktu na budowę dworca w Łodzi, mimo najniższej zaoferowanej ceny (1,25 mld PLN). Sąd uwzględnił bowiem skargę Warbudu, który nie został dopuszczony do ostatniego etapu postępowania. Warbud zarzucił konsorcjum z udziałem Pol-Aqua błędy proceduralne. Prawdopodobnie wiąże się to z powtórzeniem większości czynności przetargowych, co oznacza, że oferta Polimexu w kwocie 1,43 mld PLN prawdopodobnie nie zostanie wybrana jako 2-a w kolejności.

Korekty w raporcie rocznym

W raporcie rocznym za rok 2010, nieznaczne korekty pojawiły się w rachunku zysków i strat. Przychody zostały pomniejszone z 4164,8 mln PLN do 4160,9 mln PLN, zysk brutto na sprzedaży spadł z 446,2 mln PLN do 437,6 mln PLN, EBIT spadł z 219,0 mln PLN do 212,7 mln PLN, zysk netto dla akcjonariuszy jednostki dominującej zaś z 112,7 mln PLN do 109,7 mln PLN. Audytor wydał opinię bez zastrzeżeń.



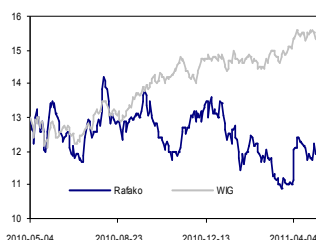
Rafako (Akumuluj)

Cena bieżąca: 11,95 PLN Cena docelowa: 13,4 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-02-01

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	963,7	1 188,1	23,3%	1 418,2	19,4%	1 460,8	3,0%	Liczba akcji (mln)	69,6
EBITDA	67,5	72,1	6,7%	77,5	7,6%	79,9	3,1%	MC (cena bieżąca)	831,7
marża EBITDA	7,0%	6,1%		5,5%		5,5%		EV (cena bieżąca)	643,0
EBIT	53,9	60,2	11,6%	63,7	5,9%	65,6	3,0%	Free float	20,5%
Zysk netto	37,7	43,6	15,6%	56,3	29,0%	61,1	8,6%		
P/E	22,0	19,1		14,8		13,6		Zmiana ceny: 1m	7,0%
P/CE	16,2	15,0		11,9		11,0		Zmiana ceny: 6m	-0,4%
P/BV	2,3	2,1		1,9		1,7		Zmiana ceny: 12m	-2,0%
EV/EBITDA	8,8	8,8		8,3		7,6		Max (52 tyg.)	14,2
Dyid (%)	0,0	2,5		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	10,9



Obecnie działalność Rafako ogranicza się do core business, czyli budownictwa energetycznego. Przetargi rozstrzygną się później, niż zakładano na początku 2010 roku, niemniej, inwestycje związane są z cyklem odtworzeniowym mocy wytwórczych w polskiej energetyce i muszą zostać zrealizowane. Pierwszym rozstrzygniętym przetargiem będzie prawdopodobnie kontrakt na budowę bloku w Opolu. Zakładamy, że wykonawca inwestycji wartej 9,9 mld PLN zostanie wybrany w H2 2011. Pozostałe duże zlecenia (Turów, Kozienice, Jaworzno) mogą być rozstrzygnięte w 2012 roku. Duże kontrakty energetyczne najwcześniej pojawią się w wynikach spółek w 2013 roku - stąd premia na wskaźnikach wyceny Rafako na rok 2012. Pozyskanie jednego dużego zlecenia uwzględniamy w prognozach, co generuje dużą dynamikę przychodów Rafako w 2013 roku. Marginesem bezpieczeństwa dla Rafako pozostaje duża wartość zawiązanych rezerw (ponad 165 mld PLN na ryzyka związane z kontraktami). Część rezerw mogłoby zostać rozwiązane, co pozytywnie wpływałoby na wyniki 2011 i 2012 (nie uwzględniamy tego w prognozach). Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.



Trakcja Polska (Trzymaj)

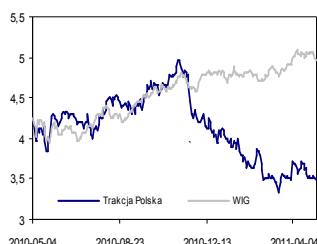
Cena bieżąca: 3,48 PLN

Cena docelowa: 3,7 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-02-22

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	711,6	491,2	-31,0%	2 409,2	390,5%	2 520,6	4,6%	Liczba akcji (mIn)	232,1
EBITDA	86,8	54,8	-36,9%	173,4	216,5%	181,2	4,5%	MC (cena bieżąca)	807,7
marża EBITDA	12,2%	11,2%		7,2%		7,2%		EV (cena bieżąca)	1 250,2
EBIT	76,7	44,1	-42,5%	127,7	189,5%	135,5	6,1%	Free float	39,9%
Zysk netto	71,6	32,6	-54,5%	72,2	121,6%	85,5	18,4%		
P/E	7,8	17,1		11,2		9,4		Zmiana ceny: 1m	-6,5%
P/CE	6,8	12,9		6,8		6,2		Zmiana ceny: 6m	-29,8%
P/BV	1,5	1,4		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	-12,1%
EV/EBITDA	4,8	6,3		7,2		6,1		Max (52 tyg.)	5,0
Dyid (%)	2,9	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,3



Trakcja Polska wróciła do realizacji fuzji z Tiltra Group. Fuzja jest już pewna i nie wymaga zgody WZA. Spółce udało się uzyskać pewne ustępstwa ze strony litewskich akcjonariuszy Tiltra Group. Nie widzimy możliwości ujęcia późniejszego terminu zapadalności obligacji i dłuższego lock-up w wycenie. Gwarancje dla wyników Tiltry w roku obrotowym kończącym się 31 marca 2012 roku również nie wnoszą wiele. Prawdziwym okresem podwyższonego ryzyka w segmencie drogowym są lata 2012-2013. Wówczas wydatki na budowę dróg istotnie spadną, co oznacza 1) trudniejszy dostęp do kontraktów 2) ryzyko obciążenia Grupy kosztami stałymi (Tiltra ma duże moce własne). Podsumowując, w kontekście lat 2012/2013 wzrost zadłużenia w celu połączenia z podmiotem drogowym nie ma naszym zdaniem sensu. Połączenie może mieć sens w perspektywie lat 2014/2015+, takiej perspektywy jednak inwestorzy finansowi jeszcze długo nie będą dyskontować. Wycena Trakcji-Tiltry jest bardzo wrażliwa na oczekiwany poziom marży Tiltry. Jeśli chodzi o samą Trakcję, kluczowy jest rok 2012 (przychody z kontraktów D&B). Gdyby tendencje inflacyjne się pogłębiały, wyniki kontraktów D&B mogą być niższe, niż prognozowane. Podtrzymujemy rekomendację neutralną.

A jednak będzie fuzja z Tiltra

Trakcja Polska podpisała umowę z akcjonariuszami Tiltry, dotyczącą zmiany warunków transakcji połączenia obu firm. Łączna cena nabycia aktywów nie uległa zmianie (777,5 mln PLN). Komponent gotówkowy wyniesie 152 mln PLN (bez zmian), emisja obligacji serii A i B za łącznie 297,2 mln PLN oraz emisja 72 mln nowych akcji, w cenie emisyjnej = 4,56 PLN (bez zmian). Nowa umowa wprowadziła mechanizm obniżenia ceny nabycia akcji Tiltry, w przypadku, gdyby w roku finansowym, kończącym się 31 marca 2011 roku i 31 marca 2012 roku, Tiltra nie osiągnęła pożądanych parametrów EBITDA i zysku netto. Obligacje serii B, warte 148,6 mln PLN, będą miały wydłużony termin wykupu (o rok, do 12 grudnia 2014 roku). Oprocentowanie obligacji pozostaje bez zmian (stałe 7%). Trakcja zyskała też uprawnienie do przedłużenia lock-up Comsy i Tiltry. Szczegóły dotyczące wydłużenia lock-up nie zostały ujawnione. Strony zdecydowały też, że w przypadku prawomocnego wyroku w sprawie powództwa p. Jacka Jurka, cena nabycia aktywów Tiltry będzie obniżona.

Szczegóły dotyczące gwarancji wyników Tiltry

W roku kończącym się 31 marca 2011 Tiltra powinna osiągnąć 63 mln PLN zysku netto i 110 mln PLN EBITDA. W okresie kończącym się 31 marca 2012 Tiltra powinna osiągnąć 67,5 mln PLN zysku netto i 117 mln PLN EBITDA. Jeśli wyniki Tiltry będą gorsze od prognoz, za każde 1 PLN różnicy na poziomie zysku netto, akcjonariusze Tiltry zapłacą 4 PLN. Za każde 1 PLN odchylenia na poziomie EBITDA, akcjonariusze Tiltry zapłacą 3 PLN. Wartość transakcji może też istotnie spaść, gdyby okazało się, że sąd przyzna rację p. Jackowi Jurkowi, który zabiega o uznanie nieważności przejścia przez Tiltrę Poldimu.

Prezes Trakcji o wynikach

Prezes Trakcji oczekuje, że zysk netto połączonego podmiotu wzrośnie o kilkadziesiąt procent w 2011 roku r/r. Trakcja chciałaby jak najszybciej konsolidować wyniki Tiltry, najlepiej już od początku kwietnia. W Q1 2011 Trakcja zanotowała istotny wzrost przychodów r/r, a wynik netto był zbliżony do zera. Prezes Trakcji faktyczny koszt połączenia z Tiltra szacuje na 650 mln PLN (cena nominalna = 777,5 mln PLN), rzeczywista wycena obligacji stanowi około 90% ich wartości nominalnej, ponadto, akcje Trakcji zostaną wyemitowane po 4,56 za sztukę.

Dopuszczenie 72 mln nowych akcji do obrotu

Zarząd GPW dopuścił do obrotu 72 mln nowych akcji Trakcji Polskiej.



Ulma Construcccion Polska (Trzymaj)

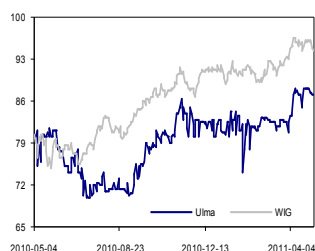
Cena bieżąca: 87 PLN

Cena docelowa: 85,9 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-03

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	175,4	215,4	22,7%	256,0	18,9%	245,9	-4,0%	Liczba akcji (mln)	5,3
EBITDA	72,1	104,2	44,6%	128,4	23,2%	115,5	-10,0%	MC (cena bieżąca)	457,2
marża EBITDA	41,1%	48,4%		50,1%		47,0%		EV (cena bieżąca)	587,4
EBIT	4,0	27,3	590,3%	52,3	91,5%	39,6	-24,4%	Free float	18,7%
Zysk netto	-5,5	10,2		32,9	221,9%	23,8	-27,7%		
P/E		44,7		13,9		19,2		Zmiana ceny: 1m	4,2%
P/CE	7,3	5,2		4,2		4,6		Zmiana ceny: 6m	3,7%
P/BV	1,8	1,7		1,5		1,5		Zmiana ceny: 12m	16,0%
EV/EBITDA	9,4	6,4		4,6		5,0		Max (52 tyg.)	88,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	70,0



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



Unibep (Kupuj)

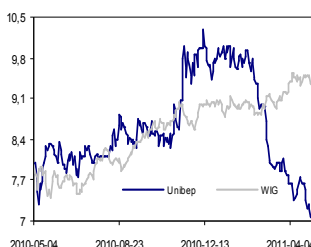
Cena bieżąca: 7,05 PLN

Cena docelowa: 9,3 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-04-05

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	392,7	657,9	67,5%	734,6	11,7%	822,6	12,0%	Liczba akcji (mln)	33,9
EBITDA	31,4	35,7	13,8%	29,7	-16,8%	51,2	72,5%	MC (cena bieżąca)	239,2
marża EBITDA	8,0%	5,4%		4,0%		6,2%		EV (cena bieżąca)	262,7
EBIT	26,6	29,8	11,7%	24,6	-17,4%	46,0	87,2%	Free float	27,3%
Zysk netto	17,8	22,7	27,5%	20,0	-11,8%	37,9	89,4%		
P/E	13,4	10,5		12,0		6,3		Zmiana ceny: 1m	-7,8%
P/CE	10,6	8,4		9,5		5,6		Zmiana ceny: 6m	-18,0%
P/BV	2,2	1,7		1,5		1,2		Zmiana ceny: 12m	-6,0%
EV/EBITDA	7,7	7,0		8,8		4,6		Max (52 tyg.)	10,3
Dyid (%)	1,4	0,0		0,8		3,2		Min (52 tyg.)	7,1



Notowania Unibepu nie dyskontują już perspektywy znacznej poprawy wyników w 2012 roku. Wówczas na wynik netto będą oddziaływać zdarzenia takie jak oddanie mieszkań w dużym projekcie mieszkaniowym Point House (łącznie 236 lokali). W prognozach nie zakładamy wpływów z inwestycji w 2011 roku - stąd oczekiwane pogorszenie zysku netto r/r. Stopniowo na znaczeniu będą zyskiwać też inwestycje komercyjne spółki - oczekujemy zysków z wyceny nieruchomości w trakcie budowy. Największy potencjał ma naszym zdaniem biurowiec w Warszawie, przy ul. Grzybowskiej. Oczekujemy także poprawy w ramach działalności budowlanej. Pierwszym sygnałem poprawy, który powinien nadejść w ciągu najbliższych kilku miesięcy, będzie spadek konkurencji w zakresie pozyskiwania zleceń. Wówczas, dyskontując przyszłą poprawę wyników, sentyment do sektora budowlanego zacznie się poprawiać. W 2012 roku oczekujemy wzrostu marży w segmencie budownictwa. Nasza percepcja działalności wschodniej Unibepu poprawia się z upływem czasu. Zwracamy uwagę na małą konkurencję na rynkach wschodnich, objawiającą się m.in. w tym, że spółka jest w stanie podpisać umowy w formule „cost + fee”. Nie wykluczamy w najbliższym czasie pozyskania zleceń, których wartość jednostkowa może przekraczać nawet 300 mln PLN. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Celem na rok 2011 wzrost przychodów i utrzymanie zysków

Zarząd Unibepu oczekuje wzrostu przychodów Grupy o 20% r/r. Grupa chciałaby też utrzymać ubiegłoroczny wynik netto, przy niższej rentowności procentowej. Zarząd Unibepu nie planuje publikować w tym roku prognoz. Do zapewnienia portfela zleceń na rok 2011 brakuje jeszcze kilkunastu procent. W 2011 roku głównym kierunkiem rozwoju będą rynki wschodnie. I kwartał dla spółki okazał się przeciętny. W segmencie deweloperskim nie było już wielu mieszkań do przekazania.

Dywidenda wyniesie 0,12 PLN/akcję (yield = 1,7%)

WZA zdecydowało o wypłacie dywidendy: 0,12 PLN/akcję (4,1 mln PLN, yield = 1,7%. Dzień dywidendy to 31 maja, a dzień wypłaty dywidendy to 15 czerwca.



ZUE (Kupuj)

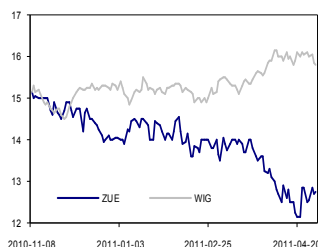
Cena bieżąca: 12,74 PLN

Cena docelowa: 19,3 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-24

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	199,9	392,4	96,3%	505,4	28,8%	535,8	6,0%	Liczba akcji (mln)	22,0
EBITDA	18,7	32,4	73,0%	46,8	44,6%	50,3	7,5%	MC (cena bieżąca)	280,3
marża EBITDA	9,4%	8,2%		9,3%		9,4%		EV (cena bieżąca)	233,6
EBIT	16,8	25,6	52,7%	38,5	50,2%	39,6	2,9%	Free float	27,3%
Zysk netto	8,6	16,8	94,6%	29,0	72,4%	30,1	4,0%		
P/E	23,6	16,7		9,7		9,3		Zmiana ceny: 1m	-3,5%
P/CE	19,3	11,9		7,5		6,9		Zmiana ceny: 6m	
P/BV	4,0	1,7		1,5		1,3		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	14,0	9,3		5,0		4,1		Max (52 tyg.)	15,1
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	12,2



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

Deweloperzy

Wyniki sprzedaży mieszkań za Q1 2011

Parkiet opublikował podsumowanie wyników sprzedaży mieszkań za Q1 2011. Zgodnie z szacunkami prasowymi, Dom Development sprzedał 380 lokali netto. Budimex sprzedał 300 lokali (zgodnie z wypowiedzią Prezesa). Robyg sprzedał 292 lokali, Polnord sprzedał 284 lokali, J.W. Construction 258 (sprzedaż brutto), Gant 144 lokale, Ronson 132 lokale, Marvipol 119 lokali, Inpro 111 lokali, Wikana 46 lokali, ED Invest zaś 36 lokali.

Rank Progress

Sprzedaż obiektów handlowych w Kłodzku

Spółka zawarła przedwstępną umowę sprzedaży Galerii Twierdza I i Parku Handlowego Twierdza II za 39,6 mln EUR. Nabywcą jest Blackstone Group. Umowa przyrzeczona ma zostać podpisana po zakończeniu badania due diligence nie później niż 31 maja 2011. Rank Progress może zaksięgować w Q2 ok. 25 mln PLN zysku z tytułu tej transakcji. Prezes Jan Mroczka nie wyklucza, że jeszcze w tym roku nastąpi sprzedaż innego obiektu handlowego spółki. Szacujemy, że stopa kapitalizacji, po której nastąpiła sprzedaż wynosi ok. 8,5%. Sprzedaż obiektów w Kłodzku jest już drugą dużą transakcją na rynku nieruchomości w ostatnim czasie. Pod koniec marca informowano o sprzedaży 50% udziałów Domów Centrum w Warszawie za kwotę 76 mln EUR.

Sprzedaż kolejnych dwóch galerii handlowych za 88 mln EUR

Rank Progress podpisał przedwstępne umowy sprzedaży dwóch galerii handlowych. Kupującymi są spółki zależne Blackstone Real Estate. Umowy dotyczą Galerii Tęcza w Kaliszu (39,8 mln EUR, 16 tys. m² GLA) oraz Galerii Twierdza w Zamościu (48,2 mln EUR, 24 tys. m² GLA).



BBI Development (Kupuj)

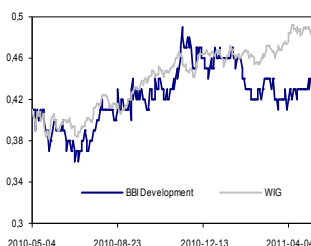
Cena bieżąca: 0,44 PLN

Cena docelowa: 0,53 PLN

Analityk: Piotr Zybala

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-08

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1,0	66,6	6629,9%	53,3	-20,1%	110,7	107,9%	Liczba akcji (mln)	523,1
EBITDA	-7,7	29,9		12,9	-56,8%	50,7	293,2%	MC (cena bieżąca)	230,2
marża EBITDA	-778,4%	44,8%		24,2%		45,8%		EV (cena bieżąca)	397,1
EBIT	-7,9	29,7		12,7	-57,2%	50,5	297,1%	Free float	65,2%
Zysk netto	-9,1	13,5		10,0	-26,3%	32,6	226,6%		
P/E		17,0		23,0		7,1		Zmiana ceny: 1m	4,8%
P/CE		16,8		22,6		7,0		Zmiana ceny: 6m	-2,2%
P/BV	1,2	1,0		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	12,8%
EV/EBITDA		10,9		30,8		10,6		Max (52 tyg.)	0,5
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	0,4



W kluczowej inwestycji BBI Development - Nowy Plac Unii - trwa budowa części podziemnej. W Q3 2011 spółka powinna uzyskać kredyt i tym samym całkowicie zabezpieczyć finansowanie inwestycji. W Q1 2011 spodziewamy się znacznego zysku z rewaluacji Placu Unii (ok. 30 mln PLN), która nie jest uwzględniona w naszej wycenie z marca b.r. Około połowa mieszkań w inwestycji Dom na Dolnej zostanie przekazana w Q1, natomiast pozostała część wejdzie w wyniki Q2 2011. Warto zauważyć, że prawie wszystkie mieszkania z tej inwestycji są już sprzedane, a do spółki spłynęło większość gotówki ze sprzedaży. W tym roku BBI zakończy 2 inne projekty mieszkaniowe (Rezydencja Foksal oraz pierwsza faza inwestycji Małe Błonia w Szczecinie). Zostaną one rozliczone w 2012, stąd przychody spółki w kolejnych trzech kwartałach 2011 r. będą wyraźnie niższe niż w Q1 2011. W tym roku zakończone zostaną prace projektowe przy inwestycji Koneser. Prace projektowe zostaną m. in. sfinansowane środkami z emisji obligacji. Do końca 2011 r. zostanie również ukończony Etap 1 tej inwestycji. Podsumowując, spółka kontynuuje wszystkie projekty uwzględnione przez nas w prognozach na 2011 r., a nasze ostatnie prognozy zysków w 2011 r. zostaną najprawdopodobniej przekroczone dzięki dodatniej wycenie nieruchomości inwestycyjnych w Q1. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.



Dom Development (Kupuj)

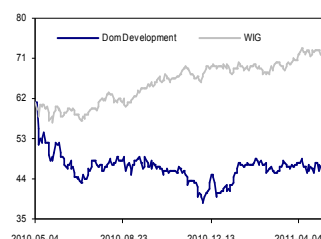
Cena bieżąca: 45,5 PLN

Cena docelowa: 54,4 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-07

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	704,4	513,7	-27,1%	625,6	21,8%	927,2	48,2%	Liczba akcji (mIn)	24,6
EBITDA	113,6	61,4	-45,9%	101,3	64,9%	156,3	54,4%	MC (cena bieżąca)	1 117,5
marża EBITDA	16,1%	12,0%		16,2%		16,9%		EV (cena bieżąca)	1 269,0
EBIT	111,2	59,1	-46,9%	98,9	67,5%	153,9	55,7%	Free float	26,5%
Zysk netto	80,2	40,4	-49,6%	82,5	104,1%	129,3	56,7%		
P/E	13,9	27,7		13,5		8,6		Zmiana ceny: 1m	-4,1%
P/CE	13,5	26,1		13,2		8,5		Zmiana ceny: 6m	-0,8%
P/BV	1,5	1,4		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	-12,1%
EV/EBITDA	12,4	18,9		12,5		6,5		Max (52 tyg.)	54,2
Dyid (%)	1,8	1,8		1,0		4,4		Min (52 tyg.)	38,5



Wyniki Q1 2011 oceniamy neutralnie. Słaby wynik wynika z przekazania jedynie 20 lokali. Zważywszy na to, że w całym 2011 roku deweloper prześle co najmniej 1200 lokali – Q1 2011 nie ma większego znaczenia. W Q1 2011 deweloper sprzedał netto 399 lokali, co jest dobrym wynikiem (efektywność sprzedaży = 21%). Oczekujemy wzrostu sprzedaży w Q2 2011, tak z uwagi na to, że Q1 jest najsłabszy w roku, jak i ze względu na powiększenie się oferty dewelopera. Transakcję nabycia gruntu przy ul. Powązkowskiej oceniamy pozytywnie – w przeciwieństwie do J.W. Construcion, Dom Development jest spółką nadpłynną i może pozwolić sobie na duże zakupy gruntów. Większy wymiar środków przeznaczonych na zakup gruntów (wzrost z 200 do 350 mln PLN) oznacza w krótkim terminie wyższe wskaźniki EV/EBITDA, ale w dłuższym terminie lepsze perspektywy wzrostu. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wyniki Q1 2011

Dom Development w Q1 2011 przekazał klientom jedynie 20 lokali, co skutkowało rozpoznaniem jedynie 20,2 mln PLN przychodów oraz wygenerowaniem 14,8 mln PLN straty EBIT i 12,2 mln PLN straty netto. Wyniki te nie odbiegają istotnie od prognoz naszych i konsensusu prognoz. Oceniamy je neutralnie. W Q2 2011 Zarząd spółki zapowiedział przekazanie około 200 lokali, co powinno pozwolić na wygenerowanie wyniku w I półroczu na poziomie zbliżonym do zera. W II półroczu 2011 deweloper powinien przekazać około 1000 lokali (przy czym więcej w Q4 2011, niż w Q3 2011). W Q1 2011 deweloper sprzedał netto 399 lokali (efektywność sprzedaży = 21%).

Zakup gruntu za 168,3 mln PLN

Dom Development zawarł z WTBS „Kwaterna” przedwstępną umowę zakupu prawa własności gruntu o powierzchni 98 879 m² w Warszawie, przy ul. Powązkowskiej 7/13. Cena nabycia nieruchomości to 168,3 mln PLN (1700 PLN/m² gruntu). Na gruncie deweloper planuje budowę około 1650 lokali. Warunkiem zawieszającym jest nie skorzystanie przez miasto Warszawę z prawa pierwokupu. Jednocześnie, Zarząd spółki poinformował o podwyższeniu budżetu na zakupy ziemi w 2011 roku z ponad 200 mln PLN do ponad 350 mln PLN.



Echo Investment (Kupuj)

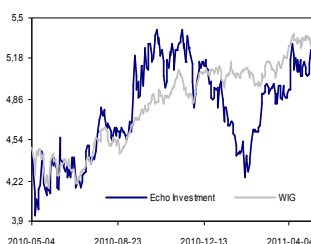
Cena bieżąca: 5,16 PLN

Cena docelowa: 6,17 PLN

Analitik: Piotr Zybala

Data ostatniej aktualizacji: 2011-04-05

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	431,4	427,8	-0,9%	400,1	-6,5%	603,2	50,8%	Liczba akcji (mln)	420,0
EBITDA	200,5	169,6	-15,4%	367,0	116,4%	681,4	85,6%	MC (cena bieżąca)	2 167,2
marża EBITDA	46,5%	39,7%		91,7%		113,0%		EV (cena bieżąca)	3 929,3
EBIT	196,1	167,6	-14,6%	361,9	116,0%	676,2	86,8%	Free float	
Zysk netto	103,7	146,9	41,6%	196,4	33,7%	410,9	109,2%		
P/E	20,9	14,8		11,0		5,3		Zmiana ceny: 1m	4,7%
P/CE	20,1	14,6		10,8		5,2		Zmiana ceny: 6m	-1,7%
P/BV	1,3	1,2		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	30,6%
EV/EBITDA	19,1	22,8		10,7		7,3		Max (52 tyg.)	5,4
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	4,0



W Q1 spodziewamy się dobrych wyników finansowych w wykonaniu Echo Investment (zysk netto: 74 mln PLN). Umocnienie EUR o 5 groszy, indeksacja czynszów oraz przejście z metody dochodowej na metodę prostej kapitalizacji przy wycenie biurowców oddanych do użytku w H2 2010 spowodują znaczne przeszacowanie wartości nieruchomości (prognoza: 104 mln PLN). Zyski generowane z czynszów powinny pozostać na stabilnym poziomie aż do Q4 2011, kiedy to w wynikach pojawi się pozytywny wpływ zakończenia rozbudowy Galerii Echo w Kielcach. Dużym atutem dewelopera jest dobrze zdywersyfikowany portfel projektów do uruchomienia, w wielu przypadkach czekających jedynie na pozytywną decyzję administracyjną. Obecna cena rynkowa akcji Echo Investment dyskontuje jedynie te inwestycje, które dziś są w budowie lub posiadają pozwolenie na budowę. Uważamy, że widoczne ożywienie na rynku nieruchomości komercyjnych w Polsce pozwoli spółce przyspieszyć tempo inwestycji w najbliższych latach. Oprócz znacznej liczby projektów w przygotowaniu, atutem Echo Investment jest bezpieczny poziom zadłużenia, długoterwale relacje z sieciami handlowymi oraz konserwatywna wycena nieruchomości w bilansie, stwarzająca szanse na znaczny zysk w przypadku sprzedaży któregoś z obiektów. **Podtrzymujemy rekomendację kupuj.**

Rozpoczęcie budowy Galerii Olimpia

Spółka rozpoczęła budowę Galerii Olimpia w Bełchatowie. Inwestycja zakłada rozbudowę istniejącego centrum Echo. Planowana powierzchnia wynajmu rozbudowanego centrum wyniesie 30,5 tys. m², a termin oddania obiektu do użytkowania to sierpień 2012 r. Tak szybkie rozpoczęcie budowy jest pozytywnym zaskoczeniem (spółka uzyskała pozwolenie na budowę w pierwszej połowie marca).

Uzyskanie pozwolenia na budowę Galerii Veneda

Spółka uzyskała pozwolenie na budowę Galerii Veneda w Łomży. Pierwsze prace ruszą po uprawomocnieniu się decyzji, natomiast sama budowa może rozpocząć się latem 2011. Planowany termin oddania obiektu do użytku to Q4 2012. W naszych prognozach zakładamy ukończenie budowy oraz zysk z rewaluacji wartości Galerii Veneda w H1 2013, natomiast pierwsze przychody z czynszów w H2 2013. Szybkie uprawomocnienie PnB oznaczałoby przyspieszenie realizacji inwestycji w stosunku do naszych prognoz.

Emisja obligacji

Spółka wyemitowała 2-letnie niezabezpieczone obligacje kuponowe o wartości 150 mln PLN. Odsetki wypłacane będą w okresach półrocznych. Środki pieniężne z emisji posłużą do kontynuacji strategii rozwoju Grupy Kapitałowej Echo Investment. 25 maja 2011 następuje wykup wcześniejszej transzy obligacji emitenta, również o wartości 150 mln PLN, stąd obecna emisja nie wpłynie na poziom zadłużenia spółki. Na koniec H1 2011 zadłużenie Echo z tytułu wyemitowanych obligacji wyniesie 810 mln PLN (zakładając brak kolejnych emisji w tym kwartale), co oznacza, że spółka będzie miała jeszcze możliwość wyemitowania obligacji o kwocie prawie 200 mln PLN w ramach obecnego programu emisji obligacji. Informacja neutralna.

Aneks do umowy nabycia nieruchomości w Warszawie

Spółka zrezygnowała z przysługującego jej prawa do odstąpienia od umowy nabycia nieruchomości gruntowej w obrębie ulic Sobieskiego i Witosa w Warszawie. Doprecyzowano warunki i terminy płatności ostatniej raty, które zostały uzależnione od uzyskania odpowiednich decyzji administracyjnych odnośnie nieruchomości. Spółka miała prawo odstąpić od umowy w przypadku nie uchwalenia przez Miasto do 31 marca 2011 korzystnej zmiany MPZP. Na powyższej nieruchomości spółka planuje realizację biur o powierzchni najmu ok. 60 tys. m².



Umowa kredytowa

Spółka podpisała z Bankiem Pekao S.A. umowę kredytową dotyczącą refinansowania nakładów na realizację projektu Centrum Handlowego w Jeleniej Górze. Kredyt został udzielony do 70% wartości rynkowej nieruchomości (maksymalnie 18 mln EUR) i będzie oprocentowany według EURIBOR 3M + marża. LTV w wysokości 70% wydaje się obecnie górnym poziomem, jeśli chodzi o możliwość uzyskania bankowego finansowania przez deweloperów o dobrej sytuacji finansowej. Wiadomość oceniamy neutralnie.



GTC (Akumuluj)

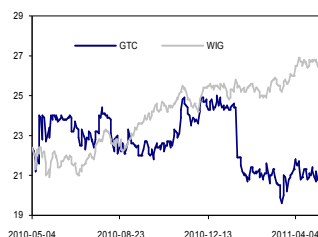
Cena bieżąca: 20,7 PLN

Cena docelowa: 24,03 PLN

Analitik: Piotr Zybala

Data ostatniej aktualizacji: 2011-02-03

(mIn EUR)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	156,4	169,0	8,1%	202,1	19,6%	258,7	28,0%	Liczba akcji (mIn)	219,4
EBITDA	-121,7	111,1		265,5	138,8%	367,4	38,4%	MC (cena bieżąca)	4 541,0
marża EBITDA	-77,8%	65,8%		131,3%		142,0%		EV (cena bieżąca)	10 329,5
EBIT	-122,1	110,6		265,0	139,6%	366,9	38,5%	Free float	58,8%
Zysk netto	-125,2	41,9		147,7	252,2%	217,8	47,4%		
P/E		27,4		7,8		5,3		Zmiana ceny: 1m	-5,0%
P/CE		27,0		7,8		5,3		Zmiana ceny: 6m	-13,4%
P/BV	1,2	1,1		1,0		0,8		Zmiana ceny: 12m	-2,4%
EV/EBITDA		21,1		9,8		7,6		Max (52 tyg.)	25,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	19,6



W wynikach Q1 2011, które GTC opublikuje 12 maja oczekujemy kontynuacji trendu wzrostowego w segmencie komercyjnym. W Q1 2011 nie nastąpi natomiast istotne przeszacowanie nieruchomości inwestycyjnych, co miało miejsce w Q4 2010. W 2011 r. i w kolejnych latach wzrost wartości akcji GTC będzie napędzany przez dwa kluczowe czynniki. Po pierwsze, dyskontujemy plan inwestycyjny spółki, zakładając 73% wzrost oferowanej powierzchni biurowej i handlowej do końca 2013 r. Po drugie, spodziewamy się, że w latach 2011-2013 w portfelu obecnie ukończonych nieruchomości stopy kapitalizacji spadną o 0,54 pp., poziom pustostanów zmniejszy się o 17 pp., natomiast czynsze wzrosną o około 9%. Takie założenia implikują w okresie 2011-2013 wzrost zysku z działalności komercyjnej w średnim tempie 28% rocznie oraz średnio 216 mln EUR/rok zysku z aktualizacji wartości nieruchomości. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Rozpoczęcie budowy Platinum V

GTC uzyskało prawomocne pozwolenie na budowę piątego budynku Platinum Business Park w Warszawie. Prace budowlane rozpoczęły się w kwietniu, a Generalnym wykonawcą jest Warbud. Planowane zakończenie inwestycji to Q2 2012. Obecny poziom wynajęcia inwestycji przekroczył 50%. Spółka chce rozpocząć budowę szóstego budynku kompleksu Platinum zaraz po otrzymaniu pozwolenia na budowę. Informacja jest zgodna z naszymi oczekiwaniami. W prognozach zakładamy ukończenie Platinum V w połowie 2012 r., a Platinum VI w połowie 2013.

Możliwa inwestycja biurowa w Bukareszcie

Parkiet donosi, że GTC przygotowuje kolejny projekt inwestycyjny w Bukareszcie. Spółka miałaby się zaangażować w budowę biurowca Ana Tower (ok. 30 tys. z GLA). Grunt, na którym ma powstać biurowiec należy do rumuńskiego milionera George Coposa. GTC mogłoby objąć ok. 50% udziałów w przedsięwzięciu. Spółka na razie nie komentuje sprawy. Informacje prasowe o negocjacjach GTC odnośnie budowy Ana Tower pojawiały się już we wrześniu 2010 r. Inwestycja posiada gotowy projekt. Sądzymy, że w razie powodzenia negocjacji rozpoczęcie budowy mogłoby nastąpić jeszcze w tym roku.



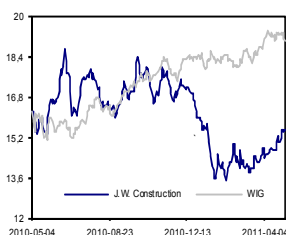
J.W. Construction (Trzymaj)

Cena bieżąca: 15,45 PLN Cena docelowa: 16,3 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-06

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	713,3	620,0	-13,1%	528,3	-14,8%	368,8	-30,2%	Liczba akcji (mln)	54,1
EBITDA	152,9	155,3	1,6%	153,0	-1,5%	142,3	-7,0%	MC (cena bieżąca)	835,4
marża EBITDA	21,4%	25,0%		29,0%		38,6%		EV (cena bieżąca)	1 173,0
EBIT	138,9	142,4	2,6%	136,2	-4,4%	125,4	-7,9%	Free float	22,2%
Zysk netto	100,4	92,0	-8,4%	96,4	4,8%	73,6	-23,7%		
P/E	8,3	9,1		8,7		11,4		Zmiana ceny: 1m	4,4%
P/CE	7,3	8,0		7,4		9,2		Zmiana ceny: 6m	-14,2%
P/BV	2,2	1,8		1,4		1,2		Zmiana ceny: 12m	0,3%
EV/EBITDA	9,2	7,3		7,7		10,7		Max (52 tyg.)	18,7
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	13,5



Z analizowanych przez nas deweloperów mieszkaniowych, J.W. Construction w Q1 2011 zaprezentuje najlepsze wyniki finansowe. Związane jest to z dużą liczbą przekazywanych lokali. Konkurencyjne spółki większość mieszkań w projektach rozpoczętych w podobnym okresie jak J.W. Construction, przekazało już wcześniej. Umowę nabycia gruntu na Woli za 174 mln PLN oceniamy sceptycznie. Umowa warunkowa, podpisana z Black Lion NFI, wejdzie w życie, pod warunkiem pozyskania dla gruntu MPZP. Sama cena nabycia gruntu jest atrakcyjna (około 1160 PLN/PUM). Obawy budzić może jednak skala projektu (3000 mieszkań) i wysokość nakładu finansowego na nabycie ziemi. Częściowo na spadek obaw wpływa struktura finansowania transakcji (120 mln PLN: obligacje 4-letnie dla Black Lion, reszta: gotówka). Szacujemy, że nabycie gruntu wpłynie na wzrost LTV spółki na koniec 2012 roku z 58,5% (poziom bezpieczny) do 75,1% (63,9% nie uwzględniając obligacji dla Black Lion NFI). Wzrost LTV może negatywnie wpływać na zdolność do rozpoczynania nowych projektów deweloperskich. Obniżamy rekomendację inwestycyjną do trzymaj.

89 mieszkań sprzedanych w marcu

J.W. poinformowało o sprzedaży 89 mieszkań brutto w marcu. Łącznie w Q1 2011 deweloper podpisał 258 umów.

Pozwolenie na budowę biurowca w Szczecinie

J.W. poinformowało o pozyskaniu pozwolenia na budowę biurowca w Szczecinie. Obiekt ma liczyć 34 tys. m² powierzchni użytkowej. Obecnie na terenie działki prowadzone są prace rozbiórkowe. W połowie roku deweloper może rozpocząć budowę obiektu.



P.A. Nova (Kupuj)

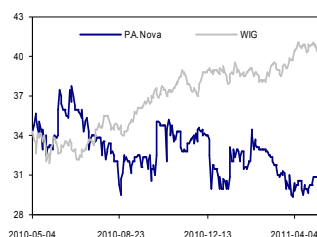
Cena bieżąca: 30,9 PLN

Cena docelowa: 40,4 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-07

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	157,6	146,5	-7,1%	181,0	23,6%	196,8	8,7%	Liczba akcji (mln)	10,0
EBITDA	24,4	27,9	14,5%	32,3	15,6%	44,1	36,6%	MC (cena bieżąca)	308,7
marża EBITDA	15,5%	19,1%		17,9%		22,4%		EV (cena bieżąca)	485,0
EBIT	22,5	25,7	14,6%	30,0	16,7%	41,9	39,4%	Free float	39,4%
Zysk netto	18,6	20,2	8,4%	21,0	4,0%	24,8	18,2%		
P/E	13,3	15,3		14,7		12,4		Zmiana ceny: 1m	1,5%
P/CE	12,0	13,8		13,3		11,4		Zmiana ceny: 6m	-9,9%
P/BV	1,5	1,3		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	-12,7%
EV/EBITDA	9,2	13,9		15,0		13,4		Max (52 tyg.)	37,7
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	29,3



Działalność budowlano-deweloperska (obiekty dla Kaufland, Tesco,...) rozwija się dobrze. Portfel zleceń podpisanych i potencjalnych kontraktów mógłby nawet pozwolić spółce na przekroczenie prognoz przychodów w 2011 roku. Z drugiej strony, czynsze w wybranych obiektach komercyjnych są niższe, niż zakładaliśmy. Czynsze w Galerii Sanowa należy obecnie szacować na jedynie 13,7 EUR/m². Związane jest to z tym, że najemcy rozliczani w oparciu o czynsze od obrotu mają na razie relatywnie niskie przychody. W momencie, gdy obroty najemców przekroczą pewien ustalony poziom, NOI istotnie wzrośnie. Obserwując trendy w obrotach najemców, wydaje nam się, że jest to kwestia kilku miesięcy. Obecna koniunktura rynkowa przemawia także za nieznacznie niższymi, niż prognozowane, czynszami nowych galerii handlowych (Kędzierzyn-Koźle, Jaworzno). Z drugiej strony, nasza wycena, implikująca około 30% potencjału wzrostu kursu, dyskontuje NAV spółki na koniec 2012 roku. Przesunięcie okresu prognozy o rok (dyskontowanie NAV 2013, jak w przypadku innych spółek z sektora) powinno zniwelować efekt niższych czynszów. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Pani Prezes o galerii Sanowa i nowych kontraktach

Galeria Sanowa została wynajęta w prawie 100%. Galeria ma zapewniać około 3,5 mln EUR przychodów z najmu rocznie. PA Nova kontynuuje rozmowy na temat sprzedaży obiektu. Sanową najpoważniej zainteresowany jest zagraniczny fundusz. Obiekt mógłby zostać sprzedany na przełomie 2011 i 2012 roku, ewentualnie w roku 2012. Sprzedaż ma wygenerować około 10 mln EUR (40 mln PLN) jednorazowego zysku. PA Nova jako generalny wykonawca zamierza zaangażować się w budowę marketu w Mińsku na Białorusi. W maju odbędzie się spotkanie z bankami, które w ramach formuły KUKE mogłyby sfinansować 85% kosztu inwestycji. Prezes PA Nova, p. Bobkowska, podtrzymuje prognozy na rok 2011, zakładające 160,8 mln PLN przychodów i 21,3 mln PLN zysku netto. Aktualny portfel zleceń zapewni realizację tych założeń. Niebawem spółka może pozyskać dwie umowy, o wartości 10 mln PLN każda.

Zakontraktowanie części prac budowlanych w Kędzierzynie

PA Nova podpisała umowę z GPBP (spółka zależna Mostostalu Zabrze) na wykonanie robót żelbetowych w ramach budowy galerii handlowej Odrzańskie Ogrody w Kędzierzynie-Koźlu. Wartość umowy to 30 mln PLN (1364 PLN / m² powierzchni najmu). Termin realizacji prac to 31 grudnia 2011 roku. Wartość umowy to 3,3% zeszłorocznych przychodów Mostostalu Zabrze.



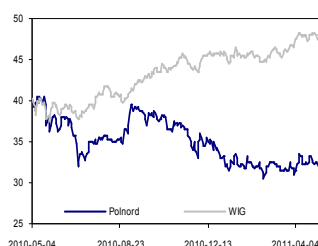
Polnord (Kupuj)

Cena bieżąca: 31,69 PLN Cena docelowa: 43,5 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-07

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	221,3	180,3	-18,5%	352,9	95,8%	403,4	14,3%	Liczba akcji (mIn)	22,1
EBITDA	106,9	50,4	-52,9%	91,2	81,0%	143,5	57,3%	MC (cena bieżąca)	700,7
marża EBITDA	48,3%	28,0%		25,9%		35,6%		EV (cena bieżąca)	1 402,5
EBIT	104,9	48,1	-54,1%	89,1	85,1%	141,4	58,7%	Free float	50,5%
Zysk netto	63,6	51,6	-19,0%	58,9	14,2%	114,1	93,7%		
P/E	11,0	13,6		11,9		7,0		Zmiana ceny: 1m	0,9%
P/CE	10,7	13,0		11,5		6,9		Zmiana ceny: 6m	-14,7%
P/BV	0,6	0,6		0,6		0,5		Zmiana ceny: 12m	-18,1%
EV/EBITDA	12,7	28,1		15,4		8,7		Max (52 tyg.)	40,5
Dyid (%)	2,7	2,7		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	30,5



Rok 2011 powinien przynieść rozpoczęcie kolejnych inwestycji, wzrost sprzedaży mieszkań i spadek kosztów zarządu (cel nowego Zarządu: -20% r/r). Stopniowo Polnord będzie uwalniać środki zamrożone w gruntach i generować zyski, co przełoży się na spadek długu netto. Dużą poprawę wyników i poziomu długu netto może przynieść pozyskanie odszkodowania za grunty pod drogi na Wilanowie. Pomimo sprawy sądowej w toku, sądzimy, że najbardziej prawdopodobne jest polubowne rozwiązanie sporu. W przypadku zgody miasta na ugodę, środki przeznaczone na wykup gruntów powinny znaleźć się w budżecie miasta na rok 2011 (wówczas Polnord w 2011 roku mógłby otrzymać ok. 70 mln PLN). Poprawa struktury oferty powinna przynieść wzrost sprzedaży mieszkań w 2011 roku. Liczymy na dobre wyniki sprzedaży lokali za kwiecień. Spółka jest atrakcyjna, pod względem przyszłych wyników, jak i dużego dyskonta do BV. Czynnikiem ryzyka może ewentualnie być sytuacja dominującego akcjonariusza. Przyznajemy też, że istnieje istotna niepewność, dotycząca wyników Q1 2011. W roku ubiegłym wynik spółki w każdym kwartale był dodatni, z uwagi na dodatnie wyceny gruntów inwestycyjnych. Wraz ze zmianą na stanowisku prezesa spółki, polityka dotycząca wycen może się zmienić. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

130 mieszkań sprzedanych w marcu

Polnord sprzedał w marcu 136 mieszkań, a 6 klientów się wycofało (sprzedaż netto = 130 lokali). Wiceprezes spółki przyznaje, że spółce sprzyja sytuacja na rynku mieszkaniowym. Widać też efekty pracy nad jakością oferty i intensywnością sprzedaży. W lutym Polnord sprzedał netto 107 lokali, a w styczniu 47.

Prezes Polnordu o nowych inwestycjach spółki

Polnord negocjuje zakup dwóch działek w stolicy, na których mogłoby powstać 1,4 tys. mieszkań. Od zamknięcia tej transakcji będzie uzależniona ewentualna decyzja o wypłacie dywidendy. Spółka przygląda się też rynkom mniejszych miast, także o mniej, niż 200 tys. mieszkańców. Zachęca do tego sukces projektu w Olsztynie. Pojawili się partnerzy finansowi i branżowi, którzy chętnie podjęliby współpracę przy projektach w Saratowie i Nowosybirsku. Realizacja inwestycji rosyjskich mogłaby się rozpocząć jeszcze w tym roku. Deweloper do czerwca ma czas na analizę rentowności inwestycji w Opolu (projekt PPP).



Robyg (Kupuj)

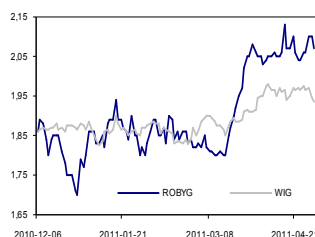
Cena bieżąca: 2,07 PLN

Cena docelowa: 2,59 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-07

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	102,0	284,8	179,3%	234,7	-17,6%	597,1	154,5%	Liczba akcji (mln)	257,4
EBITDA	8,8	47,6	441,5%	50,7	6,6%	150,1	196,0%	MC (cena bieżąca)	532,8
marża EBITDA	8,6%	16,7%		21,6%		25,1%		EV (cena bieżąca)	859,0
EBIT	8,0	46,9	482,5%	49,8	6,2%	149,2	199,7%	Free float	16,6%
Zysk netto	6,3	31,7	405,0%	35,7	12,7%	100,0	180,0%		
P/E	72,0	16,8		14,9		5,3		Zmiana ceny: 1m	1,0%
P/CE	64,5	16,5		14,5		5,3		Zmiana ceny: 6m	
P/BV	1,8	1,0		1,3		1,1		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	118,7	18,6		16,9		5,1		Max (52 tyg.)	2,1
Dywid (%)	0,0	0,0		2,0		2,3		Min (52 tyg.)	1,7



Robyg pozytywnie zaskoczył wynikami sprzedaży mieszkań za Q1 2011. Uważamy, że w kolejnych kwartałach sprzedaż lokali również będzie wysoka. Spółka dysponuje atrakcyjną ofertą, do której w Q2 2011 dołączył nowy projekt w Trójmieście (Albatross Tower). Cel sprzedaży 1000 lokali w całym 2011 roku pozostaje realny. Zadłużenie spółki stopniowo spada, co związane jest z oddaniami kolejnych lokali oraz ze sływem zaliczek od klientów. Cena, po której Robyg objął 50% udziałów w dwóch projektach realizowanych przez podmioty powiązane, jest atrakcyjna, co pozytywne świadczy o podejściu udziałowców do rozwoju działalności Robyga. Rok 2012 pod względem wyników finansowych nadal przedstawia się bardzo atrakcyjnie (bardzo niskie P/E). Spółka jest naszym zdaniem jednym z najbardziej efektywnych podmiotów w branży, tak pod względem generowanych kosztów, jak i pod względem skuteczności działania. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

292 mieszkania sprzedane w Q1 2011

Robyg poinformował o sprzedaży netto 292 lokali w Q1 2011.

Nanette rozważa wejście na giełdę

Nanette Real Estate Holding, jeden z wiodących akcjonariuszy Robyga, rozważa wprowadzenie akcji do obrotu na giełdzie w Londynie, Tel-Avivie lub Warszawie. Wprowadzeniu akcji do obrotu towarzyszyłaby sprzedaż 10-20% istniejących akcji Nanette. Oscar Kazanelson, Prezes spółki, wycenia ją na około 100 mln EUR.

Rozpoczęcie IV etapu Osiedla Zdrowa na Wilanowie

Robyg poinformował o rozpoczęciu IV etapu Osiedla Zdrowa. 174 mieszkania, liczące 10 400 m2 powierzchni użytkowej, mają trafić do klientów w Q3 2012.

Przydział obligacji za 40 mln PLN

Robyg poinformował o przydziale obligacji serii D za kwotę 40 mln PLN.

Handel

Alma Market

Zmiana udziału w kapitale po podwyższeniu

Udział akcji posiadanych przez Pioneer Pekao Investment Management SA w kapitale zakładowym przed jego podwyższeniem wynosił 7,23%, (5,01% w liczbie głosów). Udział akcji posiadanych po podwyższeniu kapitału w ramach kapitału docelowego wynosi 7,06% (4,93% głosów). Zmiana udziału w liczbie głosów jest związana z rejestracją zmiany struktury kapitału zakładowego spółki w związku z wydaniem 132 000 akcji serii G w ramach warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego.

AmRest

Przychody za 1Q 2011

Wstępne przychody ze sprzedaży osiągnięte w 1Q 2011 wyniosły 519,2 mln PLN i wzrosły o 7,9% r/r. Poprawa przychodów wynika z dobrych wyników sprzedaży w walutach lokalnych na wszystkich rynkach. Duży wzrost sprzedaży zanotowano na rynku europejskim i amerykańskim, gdzie przychody wzrosły odpowiednio o 9,6% i 5,0%. W 1Q 2011 sprzedaż wygenerowana przez restauracje AmRest działające w Europie wyniosła 333,6 mln PLN a w Stanach Zjednoczonych 185,6 mln PLN.

Zapowiedź 2011

Przychody grupy mogą wzrosnąć w 2011 o 20% r/r dzięki wzrostowi organicznemu i przejęciu hiszpańskiej Restauravii. Bardzo prawdopodobne jest osiągnięcie dodatnich LFL na wszystkich rynkach, choć ciągle słabiej od założeń wypadają rynki polski i czeski. Przychody Restauravii w 2010 to ok. 400 mln PLN, EBITDA 100 mln PLN. Sama konsolidacja od połowy roku poprawi przychody o ok. 10%. Grupa otworzy w 2011 80 restauracji w krajach CEE, uruchomi 10-15 nowych restauracji La Tagliatella. Szacowany CAPEX to 350 mln PLN.

Zmiany w akcjonariacie po podwyższeniu kapitału

W wyniku rejestracji przez sąd rejonowy podwyższenia kapitału zakładowego zmienił się stan posiadania: BZ WBK AIB AM z 16,37% na 14,60% kapitału zakładowego, WP Holdings VII B.V. z 24,96% na 32,99%.

Transakcje na akcjach

Insider kupił 1 555 akcji po średniej cenie 77,10 PLN. W wyniku 18 000 akcji po 77 PLN Henry McGovern zwiększył udział w akcjonariacie do 6,5% z 6,41%.

Finalizacja zakupu Restauravii

Spółka poinformowała, że została sfinalizowana umowa sprzedaży zakupu i objęcia udziałów zawarta z akcjonariuszami Corpfina i Menedżerami Restauravii Grupo Empresarial S.L.. AmRest stał się właścicielem 76,3% udziałów Restauravii, a pozostała część udziałów (23,7%) została objęta przez menedżerów Restauravii. Wartość spółki Restauravia wynosi 198 mln EUR.

Bomi

Zakup spółki za kilka mln PLN

Rabat Serwis, spółka zależna Bomi kupi firmę dystrybucyjną z Warszawy o obrotach około 100 mln PLN. W ciągu miesiąca ma zostać zakończony audyt spółki. Wartość transakcji to kilka mln PLN, częściowo płacone w gotówkę a częściowo w akcjach nowej emisji Rabat Serwis. Rabat Serwis ma być notowana na New Connect. Bomi planuje pozyskać 10-20 mln PLN i przejąć jeszcze jedną spółkę.

Restrukturyzacja w trakcie

W ramach restrukturyzacji sieci detalicznej, grupa Bomi zamierza zamknąć do końca 2Q 2011 10 najbliższych placówek, podpisała już połowę umów wyjścia. W 7 kolejnych sklepach spółka prowadzi działania optymalizujące sprzedaż. Na koniec tego roku chce zarządzać siecią 575 sklepów własnych i franczyzowych. Restrukturyzacja wiąże się ze zwolnieniem około 700 osób. Grupa podtrzymuje prognozy 19,2 mln PLN zysku netto. Spółka szacuje, że w pierwszym kwartale jej sprzedaż wzrosła r/r, a wynik netto był na poziomie zero plus.

Podwyższenie kapitału w A.pl

Action i Bomi obejmą po 20% w podwyższonym kapitale A.pl Internet, właścicieli marki delikatesów internetowych A.pl. W ciągu najbliższych kilku miesięcy A.pl Internet zadebiutuje na rynku. Action obejmie udziały w zamian za aport w postaci systemu informatycznego. Bomi w

zamian za aport w postaci aktywów i know-how. A.pl Internet w ostatnim czasie inwestował w rozwój. Gdyby nie inwestycje, spółka ta byłaby już rentowna. Spółka ma być rentowna w 4Q 2011.

EKO Holding

Raport roczny 2010

Spółka opublikowała raport roczny. Różnice w stosunku do raportu po 4 kwartałach 2010, to -9% na wyniku operacyjnym, ostatecznie spółka miała 30,2 mln PLN EBIT wobec 33,1 mln PLN EBIT raportowanego po 4 kwartałach 2010. Wynik netto za 2010 wyniósł ostatecznie 20,7 mln PLN wobec 22,0 mln PLN raportowanego po 4 kwartałach 2010 (-6%).

Emperia Holding

Skup akcji przedłużony

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

Raport roczny 2010

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

Gino Rossi

Więcej akcji w obrocie

KDPW zarejestrował 1 637 210 akcji zwykłych na okaziciela serii A. Celem rejestracji jest wprowadzenie akcji do obrotu giełdowego po wcześniejszej zamianie ich formy z imiennej na okaziciela.

Przedłużenie negocjacji sprzedaży Simple

Zarząd Gino Rossi podpisał aneks do Ogólnych Warunków Transakcji dotyczących sprzedaży spółki zależnej Simple Creative Products S.A., który przewiduje podpisanie umowy sprzedaży do dnia 16.05.2011. Wydłużenie terminu negocjacji wynika z konieczności ustalenia warunków umowy sprzedaży z bankami kredytującymi, w związku z zawartą pomiędzy Gino Rossi S.A. a bankami kredytującymi umową standstill. Wcześniej spółka informowała, że podpisanie umowy nastąpi do 30.04.2011. Przedłużenie terminu z powodu banków oznacza naszym zdaniem, że strony transakcji doszły do porozumienia co do transakcji sprzedaży Simple. Nie znamy ceny sprzedaży, wg wcześniejszych zapowiedzi Zarządu miała się ona mieścić w przedziale 80-100 mln PLN.

Raport roczny 2010

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

Intersport

Sprzedaż za kwiecień

Przychody ze sprzedaży osiągnięte w kwietniu 2011 roku wyniosły 15,0 mln PLN i były wyższe o 18,3% r/r 2010. Narastająco, w okresie od stycznia do kwietnia 2011, przychody ze sprzedaży wyniosły 68,1 mln PLN i były niższe o 24,3% r/r. Wyniki oceniamy za dobre. Spółka nie zmieniła istotnie r/r powierzchni, także dynamikę sprzedaży można uznać za LFL.

Mniejsze sklepy, lepsza sprzedaż w kwietniu

Dzięki uruchomieniu w 2010 magazynowi centralnemu, spółka zamierza otwierać mniejsze sklepy w galeriach handlowych o około 100 m2. Zmiana ma obniżyć koszty czynszów. W istniejących placówkach w miarę możliwości spółka również będzie starała się zmniejszyć powierzchnię. Zarząd zapowiada, że kwiecień będzie przełomowym miesiącem pod względem obrotów. Po spadkowym 1Q 2011 w kwietniu i kolejnych miesiącach zapowiadane są wzrosty. Ze względu na niską bazę, czyli bardzo słabą sprzedaż za kwiecień 2010 (żałoba narodowa, inny układ świąt) spodziewamy się, że kwiecień będzie bardzo dobry pod względem dynamiki przychodów r/r dla całej branży. Bardzo dobra sprzedaż w kwietniu niekoniecznie oznaczać będzie zmianę trendu.

Redan

Wyniki sprzedaży za 1Q 2011

W 1Q 2011 skonsolidowane przychody ze sprzedaży wyniosły 76,7 mln PLN i były wyższe o 14% r/r. Sieć dyskontowa Textilmarket odnotowała wzrost sprzedaży o 11% osiągając wartość 36,9 mln PLN. Na rynku modowym, sprzedaż wzrosła o 22% r/r, a jej wartość osiągnęła 39,6 mln PLN. Po 1Q 2011 szacunkowa wartość marży handlowej osiągnęła poziom 33,2 mln PLN, czyli o 15% więcej r/r. Grupa odnotowała wzrost wolumenu marży, zarówno na rynku dyskontowym, jak i modowym – odpowiednio 15% i 29%. Bardzo dobre są wyniki sprzedaży w segmencie modowym, w którym szacujemy wzrost powierzchni r/r o około 5%, co oznacza wysoki poziom dodatnich LFL. Pozytywne jest też zwiększenie marży brutto na sprzedaży w tym segmencie do 50,8% (z około 48% w 1Q 2010). Słabe są natomiast wyniki sieci Textilmarket, sprzedaż rosła wolniej niż sklepy (szacujemy wzrost powierzchni o 23% r/r), co jednak było połączone ze wzrostem marży o około 1,3pp. W całym 1Q 2011 grupa poprawiła marżę brutto na sprzedaży o około 1,3pp.

Raport roczny 2010

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

Sfinks

Transakcje na akcjach

Sylwester Cacek (Członek Rady Nadzorczej) kupił od Tomasza Morawskiego (założyciela spółki) 675 tys. akcji po 5,28 PLN za akcję. Tomasz Morawski zmniejszył zaangażowanie w kapitale z 14,28% do 9,75%. Sylwester Cacek zwiększył zaangażowanie w kapitale z poniżej 0,01% do 4,53%. W sumie w całym kwietniu 2011 Tomasz Morawiecki zmniejszył zaangażowanie z 14,78% na 9,75%.

Porozumienie z bankami

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

Zmiana strategii

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

Silvano

Zapowiedź 2011

Silvano oczekuje w tym roku wzrostu rynku odzieży, bielizny i obuwia o 12-15%. Spółka zamierza w 2011 skupić się na wzroście organicznym i poprawić logistykę, poprzez rozpoczęcie realizacji projektu budowy centrum dystrybucji.

Skup akcji

W terminie 25-29.04.2011 spółka skupiła 400 akcji na giełdzie w Tallinie po średniej cenie 3,1 EUR oraz 6 545 akcji na GPW po średniej cenie 12,2 PLN. Łącznie w programie wykupu akcji od 15.11.2010 spółka wykupiła 148 510 akcji wydając na to 417 402 EUR. Do wykupu w ramach programu akcji pozostaje 3 812 190 akcji o wartości do 15 248 760 EUR.

Wojas

Sprzedaż w marcu

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

Prognoza wyników finansowych na 2011

Skonsolidowane przychody ze sprzedaży mają wynieść 149,5 mln PLN, EBITDA 13,7 mln PLN, zysk netto 5,5 mln PLN, wydatki inwestycyjne (CAPEX) 3,5 mln PLN. Najważniejsze założenia prognozy to: (i) zwiększenie detalicznej sieci sprzedaży o 12 sklepów; (ii) wzrost LFL. Przy



obecnym wskaźnikach rynkowych dla branży i podanych prognozach spółki Wojaś jest obecnie wyceniany na poziomie PE 15,4x i EV/EBITDA 7,3x, co oznacza odpowiednio -7% i -15% poniżej rynku.

Umowa na dostawę butów

Podpisana umowa na dostawę butów dla wojska za około 5 mln PLN netto była już uwzględniona w planach spółki na 2011. Spółka twierdzi, że obroty za 1Q 2011 i za kwiecień 2011 są lekko powyżej planów budżetowych. W planach jest budowa centrum logistycznego w 2012, nakłady szacowane są na 5 mln PLN. Inwestycja ma być finansowana z kredytów i środków własnych. Prognoza roczna 2011 zakłada 149,5 mln PLN sprzedaży i 5,5 mln PLN zysku netto.



Eurocash (Kupuj)

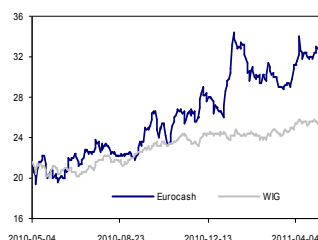
Cena bieżąca: 32,9 PLN

Cena docelowa: 37,4 PLN

Analityk: Gabriela Borowska

Data ostatniej aktualizacji: 2011-02-04

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	6 698,3	7 791,8	16,3%	13 895,0	78,3%	15 455,3	11,2%	Liczba akcji (mln)	147,6
EBITDA	194,5	230,7	18,6%	411,0	78,2%	521,5	26,9%	MC (cena bieżąca)	4 856,7
marża EBITDA	2,9%	3,0%		3,0%		3,4%		EV (cena bieżąca)	5 348,7
EBIT	145,2	170,4	17,4%	319,6	87,5%	422,4	32,2%	Free float	48,5%
Zysk netto	102,5	128,4	25,3%	202,0	57,2%	287,8	42,5%		
P/E	43,2	35,0		24,0		18,1		Zmiana ceny: 1m	5,4%
P/CE	29,2	23,8		16,6		13,5		Zmiana ceny: 6m	22,8%
P/BV	12,1	9,8		4,5		4,1		Zmiana ceny: 12m	68,7%
EV/EBITDA	22,0	20,0		13,0		10,4		Max (52 tyg.)	34,4
Dyid (%)	0,9	1,1		1,4		2,0		Min (52 tyg.)	19,5



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

Decyzja UOKiK z opóźnieniem

Nie należy spodziewać się decyzji UOKiK w kwietniu w sprawie zgody na przejęcie przez Eurocash Tradisu. Eurocash spodziewał się decyzji UOKiK do końca marca. Na przełomie marca i kwietnia UOKiK wysłał ankiety do przedsiębiorców z branży. Emperia i Eurocash założyły, że realizacja umowy inwestycyjnej nastąpi do końca 06.2011. W naszych szacunkach zakładaliśmy zakończenie transakcji do końca 1Q 2011, jednak ze względu na strukturę umowy realizacja jej do końca 1H 2011 nie wpływa na naszą wycenę.

Akcjonariat

FMR LLC wraz ze spółkami pośrednio i bezpośrednio zależnymi mają 5,03% kapitału zakładowego.



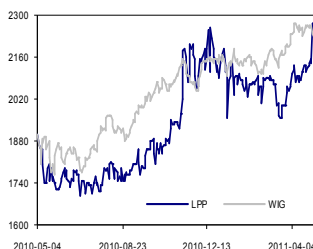
LPP (Akumuluj)

Cena bieżąca: 2239,5 PLN Cena docelowa: 2300 PLN

Analitik: Gabriela Borowska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-03

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 003,1	2 079,4	3,8%	2 393,8	15,1%	2 756,4	15,1%	Liczba akcji (mln)	1,8
EBITDA	277,4	295,1	6,4%	398,1	34,9%	448,5	12,7%	MC (cena bieżąca)	3 919,7
marża EBITDA	13,8%	14,2%		16,6%		16,3%		EV (cena bieżąca)	4 069,7
EBIT	181,3	200,7	10,7%	292,9	45,9%	340,0	16,1%	Free float	39,5%
Zysk netto	104,7	139,1	32,8%	217,4	56,3%	258,2	18,7%		
P/E	36,9	28,2		18,0		15,2		Zmiana ceny: 1m	8,2%
P/CE	19,3	16,8		12,1		10,7		Zmiana ceny: 6m	13,7%
P/BV	5,6	5,3		5,2		4,7		Zmiana ceny: 12m	21,1%
EV/EBITDA	14,8	14,0		10,2		9,0		Max (52 tyg.)	2 270,0
Dyid (%)	0,0	2,2		3,2		4,5		Min (52 tyg.)	1 700,0



Spółka pokazała bardzo dobre wyniki za kwiecień, dynamika sprzedaży była powyżej rynku, a trend w realizowanej coraz niższej różnicy w marży r/r jest kontynuowany. Ze względu na efekt niskiej bazy z kwietnia (w kwietniu 2010 była żałoba narodowa i mniej dni handlowych) oraz na przesunięcie świąt wielkanocnych na kwiecień 2011 (w 2010 święta były w 1Q) z danych za kwiecień trudno wyciągać wnioski o trendzie na rynku. Widać jednak, że LPP od kilku miesięcy uzyskuje lepsze wyniki na tle branży, a w kolejnych miesiącach branży będzie dodatkowo pomagał kurs USDPLN i zahamowanie wzrostu surowców. W maju spółka opublikuje wyniki za 1Q 2011, które statystycznie nie ważą dużo w wyniku rocznym, ale spodziewamy się, że LPP pokaże dobry wynik na tle słabych danych innych detalistów. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Sprzedaż za kwiecień

Przychody ze sprzedaży osiągnięte w kwietniu 2011 wyniosły ponad 202 mln PLN i były wyższe r/r o 42%. Szacunkowa wartość marży brutto na sprzedaży wyniosła 61% i była niższa o ok. 1pp. od zrealizowanej w kwietniu 2010. Wartość przychodów ze sprzedaży zrealizowanych w okresie styczeń - kwiecień 2011 wyniosła ok. 697 mln PLN. Przychody te były wyższe o 23% r/r. Dane są bardzo dobre. Szacujemy, że LFL wyniosły ponad 30% i był to jeden z wyższych wyników w branży. Pozytywna jest coraz mniejsza różnica w osiągniętej marży brutto na sprzedaży w porównaniu do roku poprzedniego (w marcu różnica była -2pp.).

Zmiany w kapitale zakładowym

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

Raport roczny 2010

Spółka dokonała korekty wyniku za 4Q 2010. Przyczyną korekty była aktualizacja wyników spółek zależnych. Wprowadzenie korekt spowodowało zmniejszenie zysku netto LPP w 4Q 2010 roku o kwotę 1,1 mln PLN, czyli o -1,2%.



NG2 (Akumuluj)

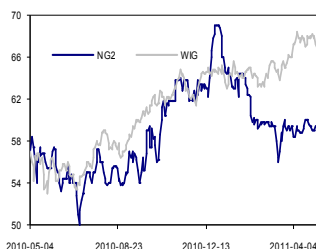
Cena bieżąca: 59,5 PLN

Cena docelowa: 63 PLN

Analitik: Gabriela Borowska

Data ostatniej aktualizacji: 2011-02-23

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	922,4	1 028,6	11,5%	1 213,3	18,0%	1 380,8	13,8%	Liczba akcji (mln)	38,4
EBITDA	126,5	151,3	19,6%	211,3	39,7%	252,3	19,4%	MC (cena bieżąca)	2 284,8
marża EBITDA	13,7%	14,7%		17,4%		18,3%		EV (cena bieżąca)	2 325,2
EBIT	108,2	129,1	19,4%	187,2	45,0%	222,5	18,8%	Free float	31,1%
Zysk netto	83,5	117,9	41,2%	146,7	24,5%	176,8	20,5%		
P/E	27,4	19,4		15,6		12,9		Zmiana ceny: 1m	1,7%
P/CE	22,4	16,3		13,4		11,1		Zmiana ceny: 6m	-6,7%
P/BV	6,7	5,4		4,5		3,9		Zmiana ceny: 12m	3,5%
EV/EBITDA	18,5	15,5		11,0		9,0		Max (52 tyg.)	68,9
Dyid (%)	1,7	1,7		2,9		4,2		Min (52 tyg.)	50,0



NG2 podała dobre wyniki sprzedaży za kwiecień, co jest jeszcze bardziej pozytywne po bardzo słabym początku roku (sprzedaż za 1Q 2011 była niższa r/r o 5,5%). Spodziewamy się, że w 1Q 2011 spółka nie uniknie straty na poziomie netto. Należy jednak pamiętać, że 1Q roku zwykle nie jest istotny dla rocznego wyniku netto. Spodziewamy się, że kolejne miesiące 2011 będą lepsze również za względu na dalszy efekt niskiej bazy. Podobnie jak w przypadku LPP pozytywnie na wyniki w długim okresie będzie wpływał kurs USDPLN. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Sprzedaż za kwiecień

Przychody ze sprzedaży za kwiecień wyniosły 106,5 mln PLN i były wyższe r/r o 28,0%. Przychody za okres styczeń – kwiecień wyniosły 291,5 mln PLN i były wyższe r/r o 4,5%. Przychody ze sprzedaży detalicznej za miesiąc kwiecień wyniosły 99,2 mln PLN i były wyższe o 33,3% r/r, narastająco za okres styczeń – kwiecień wyniosły 252,2 mln PLN i były wyższe o 6,9% r/r. Wyniki oceniamy za dobre, spółka osiągnęła wysokie dynamiki LFL w sklepach CCC i Boti, słabiej radziły sobie salony w Czechach (w czeskich sklepach nie było efektu niskiej bazy kwietnia 2010) oraz sieć Quazi.

Zmiany w umowie z PARP

Spółka otrzymała podpisany egzemplarz aneksu do umowy z dnia 23.12.2009 zawartej z PARP o dofinansowanie magazynu wysokiego składowania. Zmieniony został koszt realizacji projektu na 131,0 mln PLN z 124,4 mln PLN. Koniec okresu kwalifikowalności wydatków to 30.06.2012 (poprzednio 30.09.2011). Pozostałe warunki umowy pozostają bez zmian.

Raport roczny 2010

Spółka opublikowała skonsolidowany raport roczny za 2010. Wynik z działalności operacyjnej za 2010 był -3,3% niższy od wyniku za 4 kwartały 2010 i wyniósł 129,1 mln PLN, skonsolidowany zysk netto za 2010 był -2,3% niższy niż wynik netto w sprawozdaniu kwartalnym po 4 kwartałach 2010 i wyniósł 117,9 mln PLN.



Vistula (Trzymaj)

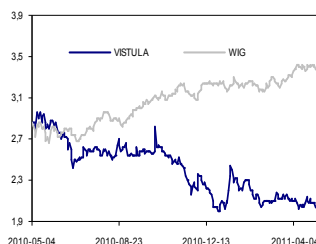
Cena bieżąca: 2,03 PLN

Cena docelowa: 2,1 PLN

Analitik: Gabriela Borowska

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-03

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	408,4	353,9	-13,3%	405,2	14,5%	471,5	16,4%	Liczba akcji (mln)	111,6
EBITDA	57,9	39,2	-32,3%	49,6	26,6%	63,5	27,9%	MC (cena bieżąca)	226,4
marża EBITDA	14,2%	11,1%		12,3%		13,5%		EV (cena bieżąca)	451,8
EBIT	40,2	23,3	-42,1%	34,1	46,2%	47,6	39,8%	Free float	40,5%
Zysk netto	16,9	1,7	-89,9%	10,3	508,5%	21,0	102,9%		
P/E	13,4	133,2		21,9		10,8		Zmiana ceny: 1m	-3,3%
P/CE	6,6	12,9		8,7		6,1		Zmiana ceny: 6m	-19,4%
P/BV	1,0	0,8		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	-27,5%
EV/EBITDA	7,8	11,6		9,1		7,2		Max (52 tyg.)	3,0
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,0



Spodziewamy się, że segment odzieżowy w spółce generuje dodatnie dynamiki LFL od początku roku natomiast segment jubilerski dalej ma problemy ze sprzedażą/m2 oraz rentownością. Ceny złota i srebra nie pomagają jubilerom. Spółka sprzedała w 1Q 2011 jedną z posiadanych nieruchomości (sprzedaż i wpływ będą widoczne w wynikach 1Q 2011) i spłaciła część kredytów. W dalszym ciągu jednak nie jest wyjaśniona kwestia finansowania na ten rok – do 1Q 2012 Vistula musi spłacić lub przedłużyć spłatę ponad 100 mln PLN. Oprócz emisji akcji Vistuli Zarząd myśli o IPO odzieżowej spółki zależnej Deni Cler. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj z ceną docelową 2,1 PLN.

Możliwe IPO odzieżowej Deni Cler

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



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

Departament Analiz:

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

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

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Maklerzy:

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

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

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

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

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

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

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

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

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

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

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

Jacek Wrzesniewski 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:**Budimex**

rekomendacja	Redukuj	Redukuj	Redukuj	Trzymaj
data wydania	2010-09-03	2010-09-13	2011-01-17	2011-03-28
kurs z dnia rekomendacji	91,30	95,10	103,20	98,80
WIG w dniu rekomendacji	42704,39	43671,28	47258,66	48626,25

Getin

rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2010-09-15	2011-01-17	2011-03-03
kurs z dnia rekomendacji	10,11	11,75	13,00
WIG w dniu rekomendacji	44147,39	47258,66	47326,35

J.W.C.

rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2011-01-07	2011-01-18
kurs z dnia rekomendacji	15,50	14,50
WIG w dniu rekomendacji	47075,74	47457,37

PGE

rekomendacja	Kupuj
data wydania	2010-09-13
kurs z dnia rekomendacji	23,78
WIG w dniu rekomendacji	43671,28

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 przedstawiane wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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

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

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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

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

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

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

DI BRE Banku S.A. jest oferującym akcje KRUK.

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

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

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

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

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



Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

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

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