

17 czerwca 2011

Komentarz specjalny



Polska

Kamil Kliszc

(48 22) 697 47 06

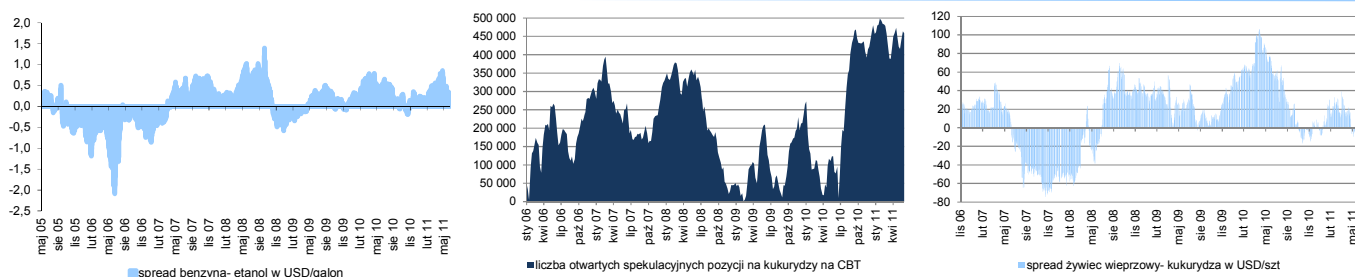
kamil.kliscz@dibre.com.pl

Rynek zbóż

Koniec hossy agro?

Decyzja amerykańskiego Senatu dotycząca zniesienia premii za blendowanie etanolu oraz wcześniejsze doniesienia dotyczące możliwej wyższej podaży zbóż w tym roku wpłynęły na mocną korektę cen zbóż na świecie. Notowania kukurydzy spadły od ostatnich szczytów o 11%, a pszenicy o 18%. W naszej opinii dotychczas rynek zbyt konserwatywnie podchodził do prognoz tegorocznych zbiorów (przeocenił wiadości o niekorzystnych warunkach pogodowych, czego przykładem może być kwestia suszy w Chinach), a jednocześnie bardzo optymistycznie szacował popyt mimo rekordowych cen. Obecnie wiele wskazuje na to, że w obydwu przypadkach będą konieczne rewizje, a więc zapasy zbóż mogą okazać się istotnie wyższe niż oczekiwał konsensus (w przypadku pszenicy praktycznie jesteśmy już na poziomach z lipca 2010, a ceny nadal są 15% wyższe). W przypadku realizacji takiego scenariusza pod presją znajdą się ceny nawozów, które są bezpośrednią pochodną siły zakupowej rolników (nie odnotowujemy obecnie presji popytowo-podażowej na tym rynku w kontekście uruchamiania nowych mocy wytwórczych). W poprzednim cyklu agro ceny nawozów zanotowały co prawda swój szczyt dopiero 6 miesięcy po maksimach na notowaniach pszenicy czy kukurydzy, ale kursy Polic czy Puław reagowały już znacznie wcześniej (opóźnienie około 2 miesięcy). W związku z tym podtrzymujemy naszą opinię, że aktualne rekordowe marże w sektorze nawozowym nie są do utrzymania i obecnie jest dobry moment na realizację zysków. Zwracamy ponadto uwagę, że przy takim otoczeniu makro dużym ryzykiem obciążona jest również akwizycja realizowana przez ZA Tarnów. Podtrzymujemy rekomendacje redukcji dla ZA Puławy i sprzedaży dla ZCH Police.

Spread na bioetanolu w USA i liczba otwartych spekulacyjnych pozycji na kukurydzy vs. ceny



Źródło: Bloomberg, opracowanie DI BRE

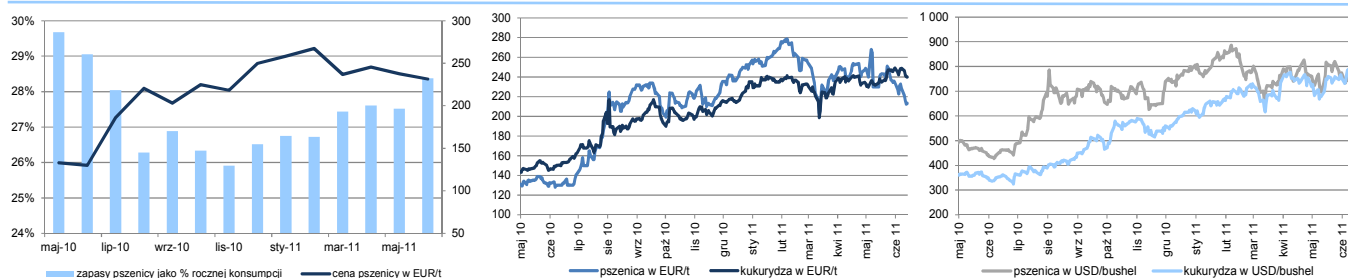
Likwidacja wsparcia dla bioetanolu w USA, niskie marże na hodowli- możliwe rewizje prognoz popytu

Wczoraj Senat USA zdecydował o zniesieniu od lipca wsparcia dla producentów bioetanolu w postaci premii za blendowanie, która wynosiła 45 centów za galon. Dodatkowo zlikwidowano cło importowe w wysokości 54 centów za galon. Na tę wiadomość natychmiast zareagowały notowania pszenicy i kukurydzy, co jest zrozumiałe w kontekście faktu, że produkcja biopaliwa stanowi 38% zużycia kukurydzy w USA, które z kolei są największym światowym konsumentem tego zboża z udziałem przekraczającym 33%. W naszej opinii bezpośrednią konsekwencją decyzji amerykańskich władz będą rewizje prognoz światowego popytu, gdyż segment biopaliwowy był jednym z głównych motorów optymistycznych szacunków dla konsumpcji kukurydzy mimo rekordowych cen. Tymczasem spadek marży na tym produkcie (dotacja rządowa była wyższa niż rynkowy spread między etanolem a benzyną, który kształtuje się na poziomie 30 centów za galon) dodatkowo stymulowany przez ostatnią korektę na rynku ropy, na pewno wpłynie na ograniczenie wykorzystania tego ekologicznego paliwa. Kolejnym argumentem za obniżeniem globalnych optymistycznych szacunków popytu (dla kukurydzy +3%) może być trudna sytuacja hodowców drobiu i żywca wieprzowego, którzy odczuwają spadek marż w związku z rosnącymi cenami pasz.

Zbyt konserwatywne prognozy podaży ziarna w sezonie 2011/12

Kolejnym ryzykiem dla rynku zbóż i scenariusza utrzymania się rekordowych cen są w naszej opinii prognozy produkcji kukurydzy i pszenicy w sezonie 2011/12, które odzwierciedlają duży konserwyzm analityków związany z wystąpieniem klęsk żywiołowych w ubiegłym roku. Tymczasem jak się okazuje w przypadku pszenicy obawy o bilans rynku po suszach w Rosji i na Ukrainie były przesadzone (wg danych USDA obecne zapasy tego zboża znajdują się na poziomie sprzed załamania w lipcu 2010- od najniższych szacunków z listopada departament podniósł swoje prognozy już o 8,5%), a perspektywa tegorocznych zbiorów wskazuje na możliwość dalszego odbudowania tych rezerw. Ostatnio swoje prognozy podwyższyły Indie i Australia (łącznie o 3 mln ton powyżej czerwcowych prognoz USDA), a ostatnie doniesienia z Chin wskazują że „susza stulecia” nie będzie mieć istotnego przełożenia na produkcję w tym kraju (dla kukurydzy USDA szacuje nawet wzrost r/r o 2,9%). Kluczowym argumentem za korektą cen zbóż jest również fakt, że płynność tego rynku powinna w tym sezonie wyraźnie się zwiększyć z uwagi na zniesienie zakazu eksportu ziarna przez Indie, Chiny i Rosję. W przypadku rynku europejskiego, mimo oczekiwanych niższych zbiorów w UE, dodatkowy wolumen może sięgnąć dzięki temu 7 mln ton. Gorzej według prognoz USDA wyglądają zapasy kukurydzy, ale to wynika z agresywnych prognoz dla popytu które komentujemy powyżej.

Prognozy zapasów pszenicy na koniec 2010/11 wg kolejnych raportów USDA na tle notowań w Europie



Źródło: USDA, Bloomberg, opracowanie DI BRE

Prognozy produkcji kukurydzy i pszenicy w sezonie 2011/12 wg USDA*

Pszenica	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12P	zmiana
USA	68	60	60	56	-7%
Australia	21	22	26	26	0%
Kanada	29	27	23	25	8%
UE	151	139	136	132	-3%
Chiny	112	115	115	116	0%
Pakistan	21	24	24	24	0%
Indie	79	81	81	86	6%
Rosja	64	62	42	53	28%
Kazachstan	13	17	10	15	55%
Ukraina	26	21	17	19	13%
Pozostali	101	117	115	111	-4%
Razem	684	684	648	667	3%
Kukurydza	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12P	zmiana
USA	307	333	316	335	6%
UE	62	57	55	59	7%
Chiny	166	158	173	178	3%
kraje byłego ZSRR	22	18	19	25	35%
Meksyk	24	20	22	25	14%
Pozostali	217	227	236	236	0%
Razem	798	813	821	866	6%

*prognoza USDA dla pszenicy skorygowana o ostatnie dane z Australii i Indii
Źródło: USDA, Bloomberg, opracowanie DI BRE



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

Departament Analiz:

Kamil Kliszczy tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszczy@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.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

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

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

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

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

„Prywatny Makler”

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

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

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

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

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: 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, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, PA Nova, Pekao, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, Robyg, TP SA, TVN, Unibep, Wafama, 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, Interagroclin 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.

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

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

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.