

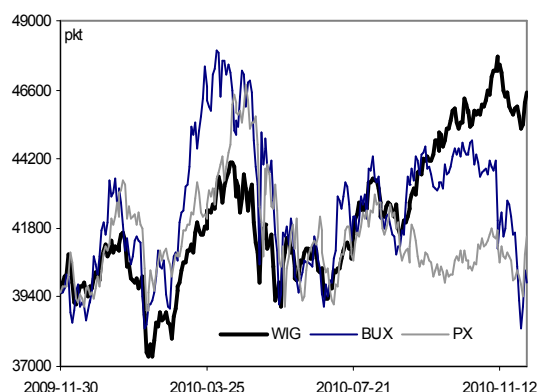
3 grudnia 2010

Opracowanie cykliczne


Rynek akcji
Makroekonomia

WIG	46 481
Średnie P/E 2010	13,8
Średnie P/E 2011	11,7
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	1 826 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

Komentarz makroekonomiczny
 Makroekonomiści BRE Banku

Przegląd miesięczny

Grudzień 2010

Rynek akcji

Na rynek napływają lepsze dane z USA i Niemiec. Z drugiej strony nadal rosną obawy o dalsze finansowanie kolejnych krajów europejskich oraz pojawiają się kolejne zapowiedzi chłodzenia gospodarki chińskiej. Zarówno rynek akcji jak i surowców na razie dobrze „znosi” pojawianie się ww. ryzyk, w krótkim okresie koncentrując się na pozytywach. Tym samym nie zrealizował się zakładany przez nas bardziej pesymistyczny scenariusz. Do końca roku WIG20 powinien balansować w przedziale 2600-2700 punktów.

Ze spółek

Banki. W ramach sektora preferujemy PKO BP i Handlowy ze względu na największy potencjał redukcji kosztów ryzyka oraz atrakcyjne poziomy wyceny. Z drugiej strony, uważamy, że walory Pekao i Millennium są przewartościowane.

Paliwa. Sytuacja w sektorze rafineryjnym pozostaje trudna, co potwierdzają dane o popycie w krajach OECD i obecne poziomy marży oraz dyferencjału. Dodatkowo widzimy potencjał do zaostrzenia konkurencji na krajowym rynku. Alternatywą dla inwestycji w Orlen i Lotos pozostaje PGNiG.

Energetyka. W ramach sektora nadal preferujemy Tauron i PGE. Wydaje się, że potencjał Enei związany z toczącym się procesem prywatyzacyjnym już się wyczerpał i warto realizować zyski. Za trzymaniem w portfelu akcji CEZ przemawia wyłącznie perspektywa relatywnie wysokiej dywidendy.

Telekomunikacja. Zmiana otoczenia regulacyjnego powoduje, że już od 4Q'10 TPSA powinna zacząć odzyskiwać udział w rynku dostępu do internetu, kosztem m.in. Netii. Podtrzymujemy pozytywną rekomendację dla akcji TP.

Media. Wśród spółek mediowych najatrakcyjniejszy wydaje nam się Cyfrowy Polsat, dla którego przejęcie Telewizji Polsat generuje istotną wartość dodaną. W pozostałych spółkach potencjał wzrostowy jest naszym zdaniem ograniczony.

Informatyczne. Cały czas duży potencjał wzrostowy widzimy w Asseco Poland i Sygnity. Podtrzymujemy neutralne nastawienie do Comarchu. Wśród dystrybutorów pozytywnie postrzegamy AB i Asbis.

Przemysł. Ze spółek przemysłowych największy potencjał wzrostu postrzegamy w Kernelu i Impexmetal. Nadal mało atrakcyjny inwestycyjnie pozostaje Cersanit.

Budownictwo. Negatywne zaskoczenia w wynikach największych firm z branży mogą być kontynuowane. Z dużych spółek preferujemy Mostostal Warszawa. Na tle branży nadal rekomendujemy przeważanie małych i średnich spółek z firm, w tym podmiotów specjalistycznych.

Deweloperzy. Postrzeganie sektora jest zbyt sceptyczne. Przecena deweloperów mieszkaniowych to naszym zdaniem okazja do kupna. Duża zmiana percepcji może mieć miejsce w momencie zdyskontowania przez rynek wyników spółek w 2012 roku. Podnosimy rekomendację dla Dom Development do kupuj (potencjał do wzrostu kursu o 30%).

Handel. Dane o sprzedaży miesięcznej nastawiają pozytywnie na wyniki 4Q detalistów odzieżowych. Wyceny Emperi i Eurocashu dalej zostają wysokie ze względu na nierozstrzygniętą kwestię przejęcia.

Rekomendacje. W raporcie miesięcznym podwyższamy rekomendację dla spółek: Dom Development (Kupuj), Elektrobudowa (Trzymaj), Mostostal Warszawa (Akumuluj), PGNiG (Kupuj) oraz obniżamy zalecenie inwestycyjne dla spółek: Centrum Klima (Trzymaj), Enea (Redukuj), Famur (Redukuj), Police (Sprzedaj), Unibep (Trzymaj).

Spis treści

1. Rynek akcji	4
2. Makroekonomia	10
3. Aktualne rekomendacje DI BRE	13
4. Statystyki rekomendacji	14
5. Banki	15
5.1. BZ WBK	18
5.2. Getin	19
5.3. Handlowy	21
5.4. ING BSK	22
5.5. Kredyt Bank	23
5.6. Millennium	24
5.7. Pekao	25
5.8. PKO BP	27
6. Ubezpieczyciele	28
6.1. PZU	29
7. Paliwa, chemia	31
7.1. Ciech	32
7.2. Lotos	33
7.3. PGNiG	35
7.4. PKN Orlen	37
7.5. Police	38
7.6. ZA Puławy	39
8. Energetyka	41
8.1. CEZ	42
8.2. Enea	43
8.3. PGE	44
8.4. Tauron	46
9. Telekomunikacja	48
9.1. Netia	48
9.2. TP SA	49
10. Media	50
10.1. Agora	50
10.2. Cinema City	51
10.3. Cyfrowy Polsat	53
10.4. TVN	55
11. IT	57
11.1. AB	58
11.2. Action	59
11.3. ASBIS	60
11.4. Asseco Poland	61
11.5. ComArch	63
11.6. Komputronik	65
11.7. Sygnity	66
12. Górnictwo i metale	68
12.1. KGHM	68
12.2. LW Bogdanka	69
13. Przemysł	70
13.1. Astarta	72
13.2. Centrum Klima	74
13.3. Cersanit	75
13.4. Famur	76
13.5. Impexmetal	78
13.6. Kernel	79
13.7. Kęty	81
13.8. Kopex	82
13.9. Mondi	83
14. Budownictwo	84
14.1. Budimex	87
14.2. Elektrobudowa	88
14.3. Erbud	89
14.4. Mostostal Warszawa	91
14.5. PBG	93
14.6. Polimex Mostostal	95
14.7. Rafako	97
14.8. Trakcja Polska	99
14.9. Ulma Construcccion Polska	101
14.10. Unibep	102
14.11. ZUE	104



15. Deweloperzy	106
15.1. BBI Development	108
15.2. Dom Development	109
15.3. GTC	111
15.4. J.W. Construction.....	112
15.5. Polnord	114
16. Handel	116
16.1. Emperia Holding	117
16.2. Eurocash	118
16.3. LPP	119
16.4. NG2	120

Rynek akcji

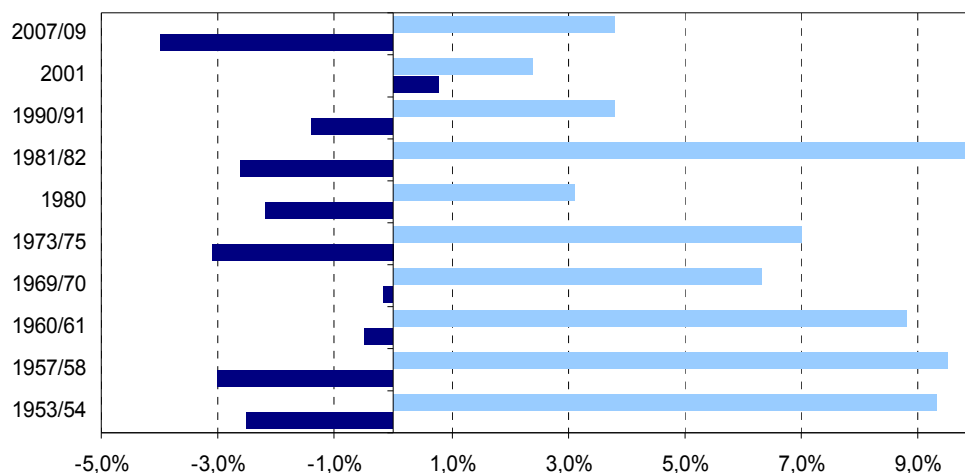
Indeksy warszawskiej giełdy zakończyły listopad niespełna 2% spadkiem i były jednymi z silniejszych indeksów w Europie. Wyraźnie widać, że utrzymuje się korelacja szczególnie WIG20 z DAX-em, co tłumaczy powiązanie polskiej gospodarki z niemiecką i potwierdza duży udział w transakcjach kapitału zagranicznego. W tym czasie indeksy krajów Europy Południowej czy Węgier notowały ponad 5% spadki. Pomimo powszechnego optymizmu słabo zachowują się akcje małych i średnich spółek, co najlepiej oddaje SWIG80, który obecnie znajduje się na poziomie z połowy 2009. Również słabo wypadają ostatnio realizowane oferty na rynku pierwotnym. To z kolei efekt wysokiego udziału akcji w portfelach OFE i niepewnej przyszłości co do wysokości składki przekazywanej w przyszłości do funduszy (nadal brak ostatecznej wersji na po stronie rządu) oraz nadal niewielkich napływów kapitału do funduszy TFI. Na rynek napływają lepsze dane – szczególnie z gospodarki amerykańskiej oraz z Niemiec. Z drugiej strony nadal rosną obawy o dalsze finansowanie kolejnych krajów europejskich (po Irlandii – Portugalia i Hiszpania) oraz pojawiają się kolejne zapowiedzi chłodzenia gospodarki chińskiej. Zarówno rynek akcji jak i surowców na razie dobrze „znosi” pojawianie się ww. ryzyk, w krótkim okresie koncentrując się na pozytywach. Tym samym nie zrealizował się zakładany przez nas bardziej pesymistyczny scenariusz. Do końca roku WIG20 powinien balansować w przedziale 2600-2700 punktów.

Zbliżający się koniec roku skłania do podsumowań i oceny w jakiej kondycji znajdują się poszczególne gospodarki po okresie kryzysu. Na obecną chwilę rysujący się obraz jest raczej pozytywny, co widać w dosyć wyraźnym ożywieniu w przemyśle, powoli odbudowującej się konsumpcji prywatnej (przy jednoczesnym wzroście stopy oszczędności i obniżeniu zadłużenia gospodarstw domowych w krajach rozwiniętych) i lepszych niż oczekiwania analityków wynikach spółek. Mając na uwadze ten pozytywny obraz należy pamiętać, że w br. praktycznie we wszystkich krajach, w których widać ożywienie (od USA, przez Niemcy po Chiny i Japonię) - na gospodarkę wpływają ogromne pakiety stymulacyjne oraz rekordowo niskie stopy procentowe. Ich efektem są rozszerzone deficyty budżetowe. Nie wszystkie kraje są jednak beneficjentami wzrostu, co szczególnie wyraźnie widać na przykładzie UE. Kraje, których gospodarka jest ściślej związana z niemiecką (w tym Polska) i które nie mają problemu finansowania (mogą pozwolić sobie na stymulację fiskalną) notują relatywnie wysokie dynamiki wzrostu. Kraje z wysokim zadłużeniem („PIGS”) i rosnącymi kosztami obsługi zadłużenia zostały zmuszone do cięć budżetowych, co znacząco ogranicza ich wzrost. Zjawisko to będzie występowało również w przyszłym roku. Skala stymulacji gospodarek w 2010 jest co najmniej znacząca – jak jest ich rzeczywista kondycja? Prawdopodobnie niewiele osób zna odpowiedź na to pytanie, ale wszystko wskazuje, że przyszły rok powinien częściowo na nie odpowiedzieć. Należy pamiętać, że przyszły rok będzie się istotnie różnił pod tym względem w stosunku do br. Obok kończących się programów stymulacyjnych (Chiny, USA, Niemcy, Japonia), część krajów europejskich wprowadzi oszczędności budżetowe lub/i wyższe podatki, Chiny w obawie o rosnącą inflację będą dalej zacieśniać politykę monetarną i dostęp do kredytu.

USA – wzrost konsumpcji przy wysokiej stopie oszczędności, szansą poprawa na rynku pracy, nadal niepewne ożywienie w przemyśle

W 3Q2010 dynamika wzrostu PKB w USA zwiększyła się do 2,5% (SAAR) w stosunku do 1,7% w poprzednim kwartale. To pozytywne wskazanie nie zmienia faktu, że obecne odreagowanie recesji na tle innych cykli gospodarczych jest dosyć słabe, co prezentuje poniższy wykres. Przy dużo silniejszym załamaniu się PKB, jego wzrost po pięciu kwartałach jest blisko dwukrotnie niższy niż średnia dla cykli od lat '60.

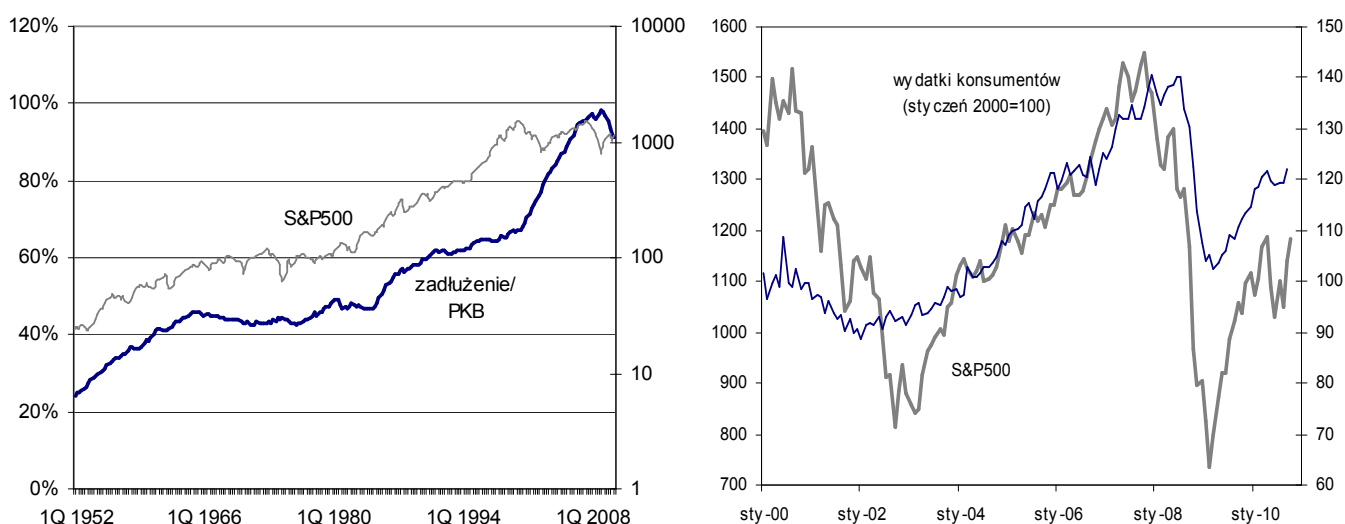
Silny spadek PKB w recesji i słabsze odbicie po kryzysie (pięć pierwszych kwartałów) w USA



Źródło: Commerzbank

Obok odbudowy zapasów, pozytywnym aspektem wzrostu PKB jest wzrost konsumpcji prywatnej – przede wszystkim w sektorze usług, co jak powszechnie wiadomo jest głównym motorem wzrostu gospodarki w długim okresie. W październiku roczna dynamika wzrostu sprzedaży detalicznej utrzymywała się na poziomie 7% (baza porównawcza z 2009 nadal ujemna -2,2%, ale już od listopada będzie dodatnia +2,4%). Listopadowy Conference Board (54,1 vs. 49,9 pkt w październiku) wskazuje na dalszą poprawę nastrojów konsumenckich, tuż przed najważniejszym w roku okresem zakupów przedświątecznych. Pozytywne jest również to, że jednocześnie gospodarstwa domowe obniżają swoje zadłużenie, które na koniec 3Q zmniejszyło się do 91,2% PKB, podczas gdy w 1Q2009 wynosiło już 98,3%. Stopa oszczędności utrzymuje się na poziomie 5,6-5,9%. Warto podkreślić jest również to, że wzrost konsumpcji i oszczędności ma miejsce przy nadal słabym rynku pracy, co stwarza szansę, że jego poprawa w przyszłym roku podtrzyma pozytywne trendy.

Zadłużenie gospodarstw domowych w USA vs. PKB (lewy) i indeks poziomu konsumpcji (prawy) – Dane na tle S&P 500

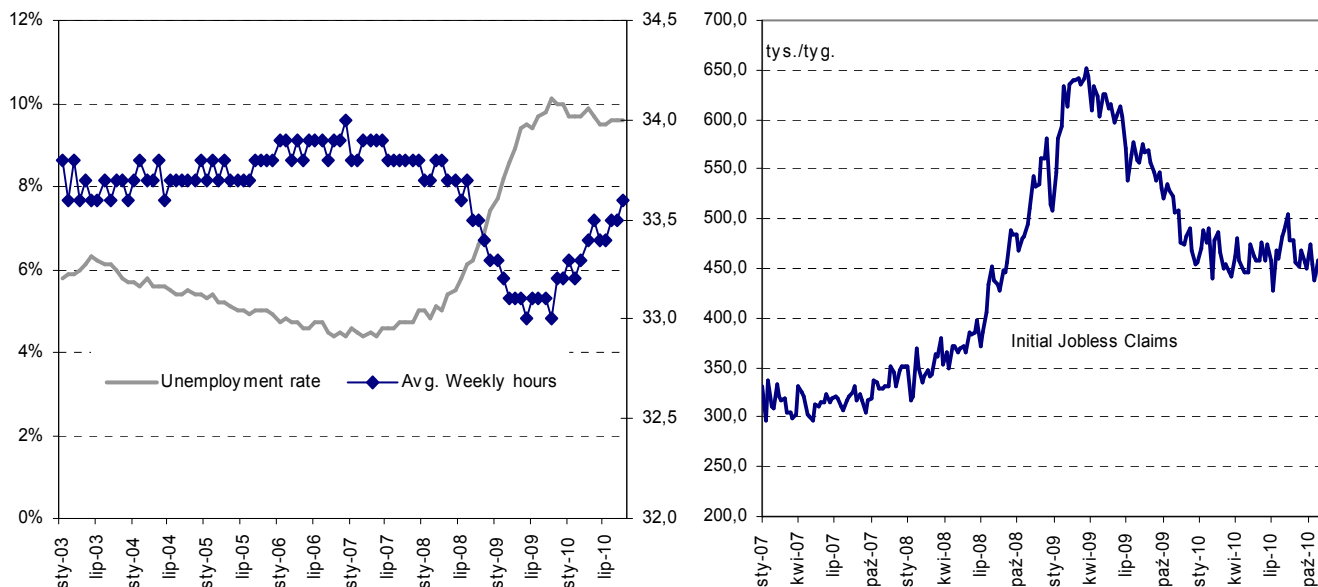


Źródło: Bloomberg

Analizie tego kluczowego dla przyszłego trendu segmentu warto poświęcić więcej miejsca. Obecnie stopa bezrobocia utrzymuje się na poziomie 9,6%. W październiku gospodarka stworzyła 151 tys. nowych miejsc pracy – w całości wzrost pochodzi z sektora usług (154 tys.), nadal ma miejsce spadek w sektorze przemysłowym oraz w administracji publicznej (efekt zakończenia spisu powszechnego oraz kłopotów budżetowych niektórych stanów). W strukturze bezrobocia negatywny jest utrzymujący się wzrost odsetka długotrwale bezrobotnych (5,7% w stosunku do 5,5% w poprzednim miesiącu) oraz pracowników zniechęconych (z 10,3% do 10,4%). 40% bezrobotnych to osoby pozostające bez pracy ponad 27 tygodni. W poprzednich recesjach ten odsetek dochodził do zaledwie 20%. Liczba nowych

wniosek o zasiłek dla bezrobotnych nieznacznie obniżyła się do ok. 440 tys. tygodniowo. Jeżeli liczba miejsc tworzonych w gospodarce zacznie rosnąć o ponad 200 tys. miesięcznie powinna zacząć spadać stopa bezrobocia - przy utrzymaniu wzrostu dochodów na obecnym poziomie (ok. 4% r/r) – pozwoliłoby utrzymać impuls popytowy w przyszłym roku. Za takim scenariuszem może przemawiać wzrost średniego czasu pracy w tygodniu do 33,6 godz. tj. czasu notowanego przed kryzysem. Można by przyjąć założenie, że przedsiębiorstwa wydłużają czas pracy pracowników (ograniczony w okresie kryzysu) a w kolejnym etapie zaczną zatrudniać nowe osoby. Wzrost konsumpcji na poziomie z poprzednich lat prosperity możliwy jest tylko w scenariuszu zakończenia procesu delewarowania gospodarstw domowych i ponownego wzrostu zadłużenia (biorąc pod uwagę „traumatyczne” doświadczenia z okresu ostatniego kryzysu raczej mało prawdopodobne) lub gwałtowny wzrost dochodów spróbuje go wywołać FED poprzez wzrost cen aktywów).

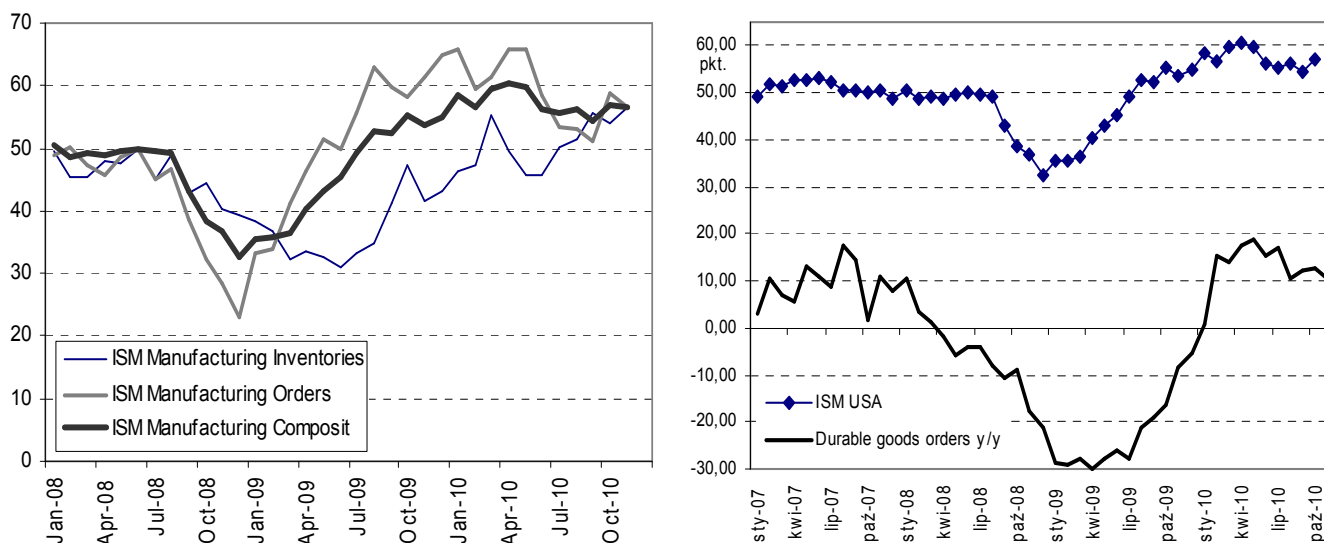
Dane z amerykańskiego rynku pracy



Źródło: Bloomberg

Nadal hamulcem dla wzrostu są słabe inwestycje prywatne oraz rynek nieruchomości. Ożywienie w przemyśle również nie daje pełnego komfortu optymistycznej prognozy na przyszłe okresy, co z kolei może przekładać się na rynek pracy i konsumpcję. Nieoczekiwanie zamówienia na dobra trwałe w październiku zanotowały spadek o 3,3% m/m (po wzroście o 5,0% m/m we wrześniu, największy spadek od prawie dwóch lat). Biorąc pod uwagę ostatnie zmiany kursów walutowych Euro/USD (umocnienie USD na skutek kolejnych problemów z zamknięciem finansowania przez kraje „PIGS”), polityka osłabienia USD poprzez QE2 a tym samym poprawienie bilansu handlowego USA (pozytywny wpływ na przemysł) jak na razie nie działa. Niejednoznaczne sygnały płyną również ze strony ISM, który w listopadzie obniżył się do 56,6pkt. z 56,9pkt. Sam poziom może być interpretowany pozytywnie, ale struktura jest już niepokojąca. Po zaskakująco dobrym październiku ponownie zmniejszyły się nowe zamówienia (do 56,6 z 58,9 pkt.) oraz produkcja (z 62,7 do 55,0 pkt.), wzrost natomiast wskaźnik dla opóźnień w realizacji dostaw (57,2 z 51,2 pkt.) oraz zapasów (56,7 z 53,9 pkt.). Bez dwóch ostatnich składowych zagregowany wskaźnik uległby istotnemu obniżeniu.

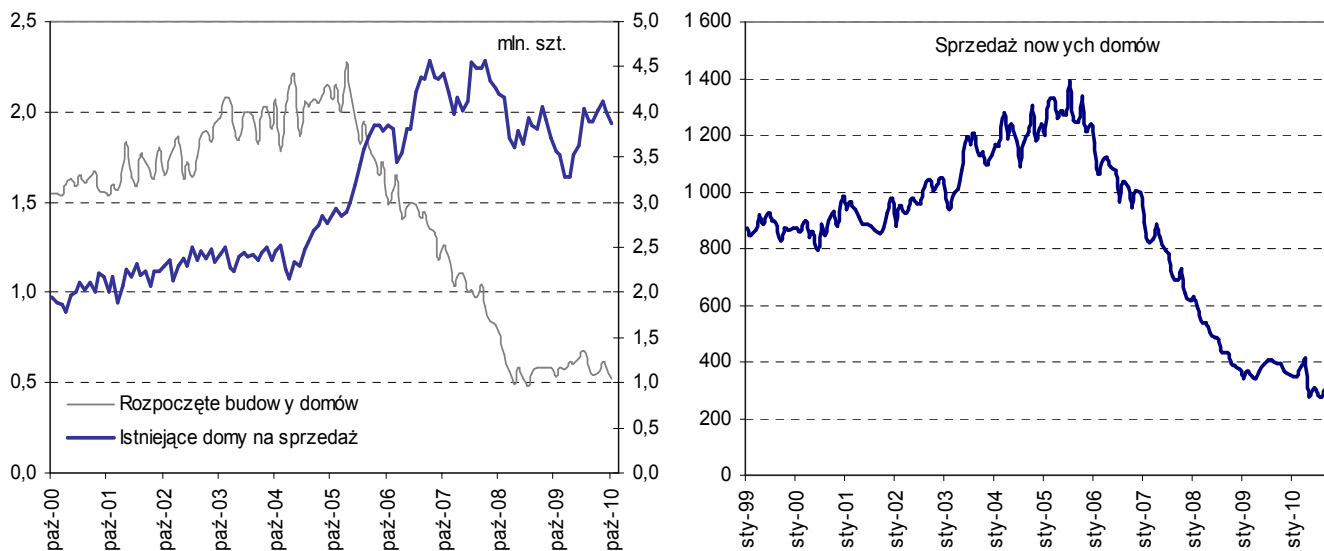
ISM dla przemysłu i jego dwa komponenty (lewy) oraz ISM na tle zamówień w przemyśle



Źródło: Bloomberg

Nadal bardzo słabo prezentuje się rynek nieruchomości, co można upatrywać jako szansę w przyszłości. Biorąc jednak pod uwagę nadal bardzo wysoką liczbę niesprzedanych domów (zapasy: 3,86 mln) ożywienia nie należy oczekiwać w przyszłym roku. Niskie stopy procentowe jak widać nie mają tu większego znaczenia a kluczem pozostaje rynek pracy. Dla potwierdzenie słabości rynku: w październiku sprzedaż domów na rynku pierwotnym obniżyła się do zaledwie 283 tys. a na rynku wtórnym do 4,43 mln. Liczba rozpoczętych budów spadła do 519 tys. Oznacza to dalsze pogłębienie i tak rekordowo niskich poziomów.

Dane z amerykańskiego rynku mieszkaniowego



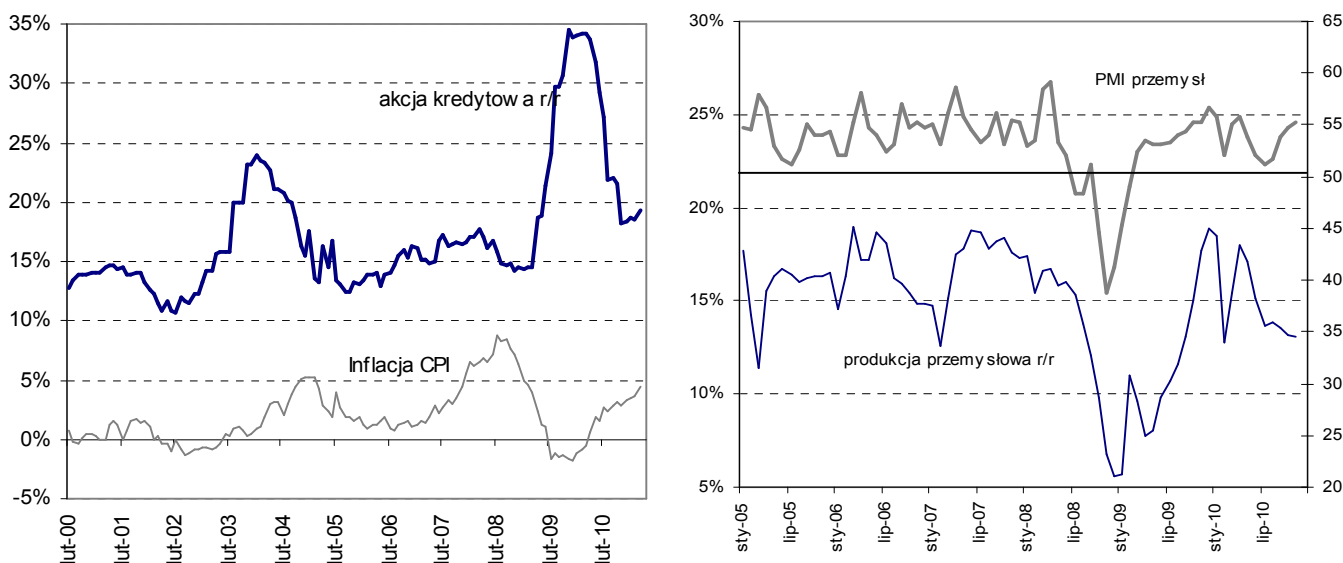
Źródło: Bloomberg

Chiny – inflacja a chłodzenie gospodarki

W pierwszym półroczu chińska gospodarka rozwijała się w tempie 11% r/r, co przy rosnącym zagrożeniu inflacją i dynamicznym wzroście cen nieruchomości skłoniło władze do zaostrzenia polityki monetarnej (wzrost rezerw obowiązkowych, podwyżka stóp procentowych, limity kredytowe w bankach). W efekcie PKB w 3Q rósł „już tylko” o 9,6%. Presja inflacyjna pochodzi m.in. od rosnących oczekiwań płacowych, rosnących cen żywności (10% r/r) oraz rosnących cen surowców, które Chiny w większości muszą importować (szczególnie paliwa: ropa, węgiel – zasila ponad 70% mocy energetycznych oraz metale przemysłowe). Pomimo działań rządu PMI dla przemysłu może wskazywać, że najbliższe miesiące znów powinny przynieść przyspieszenie dynamiki produkcji przemysłowej – przy nadal wysokim – 20% wzroście akcji kredytowej. W październiku inflacja CPI wzrosła do 4,4%. To zapewne skłoni

władze chińskie do dalszych działań a inwestorzy będą większą wagę przykładali do danych o inflacji niż o wzroście gospodarczym.

Inflacja i akcja kredytowa (lewy) i dane z przemysłu w Chinach

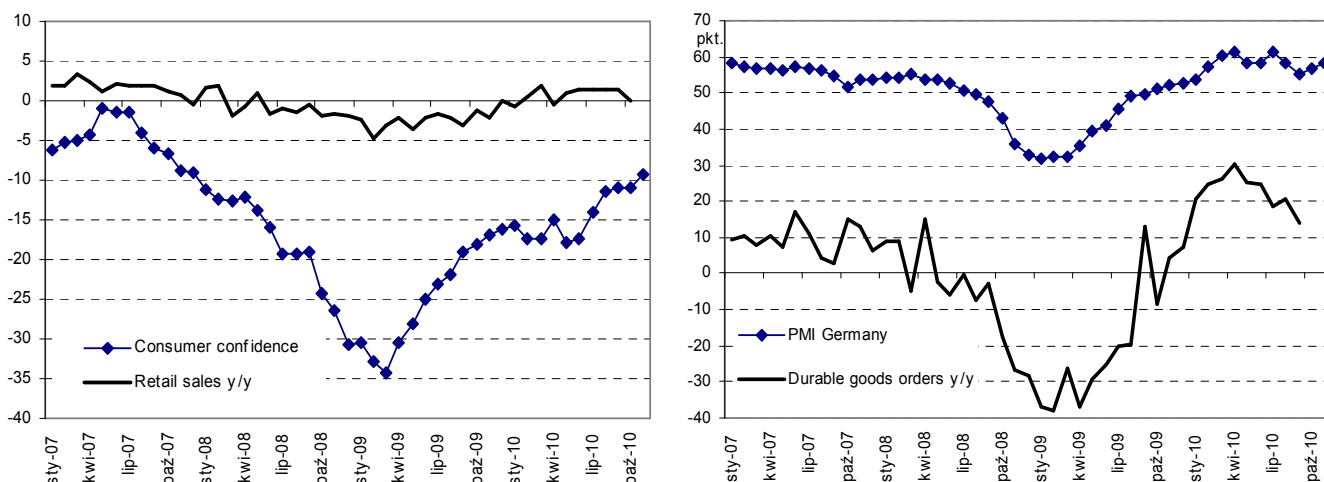


Źródło: Bloomberg

Europa – obszar skrajności pod jedną walutą

Europa a szczególnie kraje skupione wokół Euro to dwie skrajności: z jednej strony boom w gospodarce niemieckiej (tęgoroczny wzrost PKB na poziomie 3,5%), którego podstawa leży we wzroście eksportu, ale również odradzającym się popycie wewnętrznym (wysoki optymizm konsumentów poparty poprawą na rynku pracy, 2% wzrost sprzedaży detalicznej w październiku m/m) i co bardzo ważne będącej pod wpływem działań reformatorskich w poprzednich latach, z drugiej ogromne problemy najbardziej zadłużonych krajów „peryferyjnych” z finansowaniem swoich budżetów czy finansowaniem systemu bankowego (w przypadku, którego u podstaw kryzysu leży sektor nieruchomości i spadek ich cen), które często przez całe dekady konsumowały na kredyt (szczególnie Grecja) i których gospodarki są mało konkurencyjne strukturalnie (szczególnie Portugalia). Zdecydowanie gorzej niż w Niemczech radzą sobie dwie kolejne pod względem wielkości gospodarki UE: Francja i Wielka Brytania, które w tym roku powinny zanotować wzrost PKB na poziomie odpowiednio: 1,5% i 1,7% (w 2011 odpowiednio: 1,6% i 2,0%). Jeszcze słabsza wzrosty osiągną Włochy (1% w 2010) a Hiszpania nadal będzie znajdowała się w recesji (-0,3%, w 2011 prognozowany jest wzrost o zaledwie 0,5%). Z recesji nadal nie wyszła Grecja (-4,5% w 3Q r/r).

Sprzedaż detaliczna w UE i zaufanie konsumentów (lewy) oraz PMI i zamówienia w przemyśle niemieckim



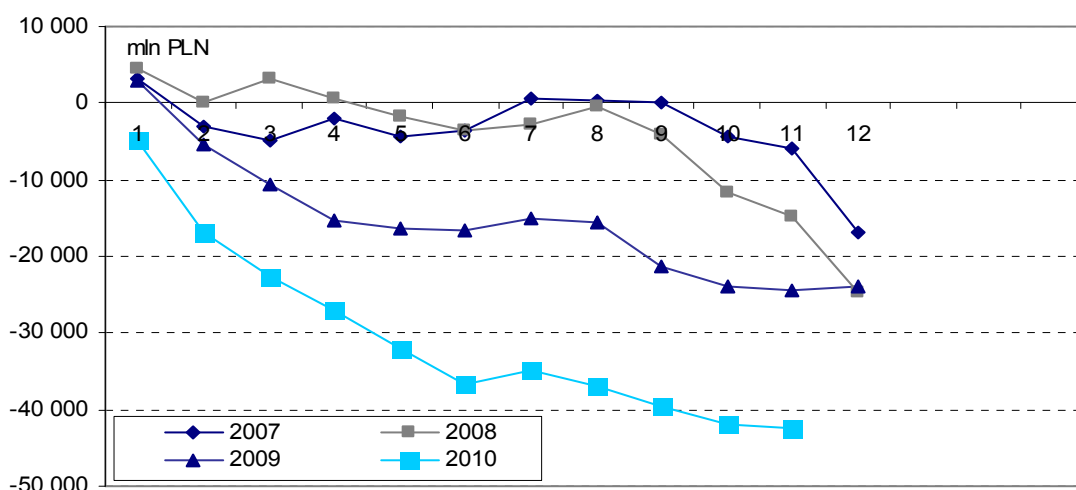
Źródło: Bloomberg

Paradoksalnie kryzys w krajach peryferyjnych (PIGS) jest dla Niemiec korzystny, bo dopóki banki niemieckie nie odpisują wartości pożyczek udzielonych Grecji czy Irlandii, to ich problemy osłabiają Euro na czym korzysta niemiecki przemysł. Jest to szczególnie ważne w chwili, kiedy FED wprowadził QE2, chcąc osłabić USD. W czasie zbiegło się to jednak z przymuszeniem Irlandii do wzięcia pomocy IMF/ECB i wzrostem obaw inwestorów o podobne reakcje w Portugalii a nawet w Hiszpanii, której gospodarka jest większa niż połączone gospodarki Grecji, Irlandii i Portugalii. Dopóki nie dochodzi do „ostatecznego testu” dużego kraju takiego jak Hiszpania, która mimo że coraz drożej nadal jest w stanie finansować się na rynku, problem (nawet jeśli skończy się raczej nieuniknioną restrukturyzacją zadłużenia np. Grecji) ma raczej charakter lokalny i nie stanowi zagrożenia dla trendu wzrostowego całej UE. Obecnie rynek przykłada jednak coraz większe prawdopodobieństwo, że duże kraje UE – Hiszpania czy Włochy, mogą mieć również kłopoty. Od początku roku spread pomiędzy oprocentowaniem obligacji 10-letnich w tych krajach w relacji do niemieckich Bundów wzrósł odpowiednio z: 60/75 punktów procentowych w styczniu do nawet 280/200 pod koniec listopada br.

Polska – w ślad za Niemcami,

W 3Q'10 dynamika polskiego PKB wzrosła do 4,2% (3,5% w 2Q), przede wszystkim za sprawą rosnącej konsumpcji prywatnej (spadek bezrobocia) i wzrostu zapasów. Również w październiku sprzedaż detaliczna notuje wysokie dynamiki wzrostu (9,0% r/r), podobnie jak produkcja przemysłowa, która wzrosła r/r o 8,0% (po odsezonowaniu +11,2%). W produkcji przemysłowej nadal najsilniej rosną segmenty powiązane z gospodarką niemiecką (eksport komponentów), która po okresie słabszych miesięcy letnich znów nabiera rozpędu. Najsłabsza strona danych makro pozostaje kwestia deficytu budżetowego i deficytu finansów publicznych. Nie należy zapomnieć, że skala jego rozszerzenia w relacji do 2009 roku, obrazuje jak silny wpływ na wzrost PKB ma stymulacja fiskalna.

Deficyt budżetowy Polski w latach 2007-2010



Źródło: Ministerstwo Finansów

Deficyt budżetowy po listopadzie wynosi ok. -42,5 mld PLN wobec -24,3 mld PLN w analogicznym okresie poprzedniego roku (należy tu również pamiętać o ponad dwukrotnie wyższych wpływach z prywatyzacji, w 2009 wyniosły 7 mld PLN). Przy założeniu, że na koniec roku zamknie się on kwotą -45 mld PLN, to po uwzględnieniu m.in. deficytu ubezpieczeń społecznych, budżetu unijnego czy samorządów deficyt sektora finansów publicznych to już ok. 120 mld PLN lub 8,5% PKB. Wraz ze wzrostem awersji do ryzyka taki poziom deficytu może powodować ucieczkę kapitału zagranicznego, co widać było na polskich papierach dłużnych i walucie w chwili przyznawania pomocy Irlandii i „testu” Portugalii. W relacji do 2009 roku daje to fiskalny impuls dla gospodarki na poziomie ok. 2% PKB o czym również nie należy zapominać. Czynnikiem pozytywnym jest to, że w relacji do większości krajów UE poziom zadłużenia finansów publicznych do PKB jest niski (średnia UE 80%).

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

Makroekonomia

Polski PMI – kolejny miesiąc silnego wzrostu

Indeks PMI dla Polski zanotował w listopadzie kolejny silny przyrost z 55,6 pkt. do 55,9 pkt. Jest to najwyższy odczyt w bieżącym cyklu (trzeci najwyższy odczyt od 1998) i jednocześnie wynik znacznie lepszy niż oczekiwania analityków. Wynik spójny jest z rekordowymi wskazaniem odpowiednich indeksów dla gospodarki niemieckiej (Ifo, PMI). W listopadzie silnie wzrosły subindeksy bieżącej produkcji oraz zamówień. Czwarty miesiąc z rzędu rośnie również składowa zatrudnienia. Po wzroście w październiku spadł indeks cen wyrobów gotowych. Dane o PMI potwierdzają, że dynamika produkcji przemysłowej utrzyma się na wysokich poziomach w listopadzie (nasz prognoza 10% r/r), dynamika PKB będzie zaś zbliżona do 4% r/r. Wzrost indeksów PMI w naszym regionie sugeruje coraz bardziej solidne podstawy do kontynuacji ożywienia gospodarczego.

4,2% wzrost PKB w III kw. 2010

W III kw. 2010 dynamika PKB wzrosła z 3,5% do 4,2% zanotowanych w II kw. 2010. Wyższe tempo wzrostu PKB to wynik rosnącej konsumpcji prywatnej, spożycia zbiorowego i wzrostu zapasów. Przechodząc do składowych PKB, w III kw. 2010 zanotowano przyspieszenie konsumpcji prywatnej z 3,0% r/r do 3,5%. Delikatnie poprawiła się też dynamika inwestycji z -1,7% do 0,4% r/r. Poprawa ta wynika zarówno z odżywającego popytu inwestycyjnego firm, jak i kontynuacji inwestycji infrastrukturalnych, choć jest mniejsza niż można było się spodziewać po danych o inwestycjach przedsiębiorstw (ponad+ 10pp. wobec dynamiki z II kwartału) oraz wyższej wartości dodatniej w przemyśle. Tak jak sugerowaliśmy w naszych analizach w III kw. kontynuowana była odbudowa zapasów (kontrybucja utrzymała się na poziomie zbliżonym do II kw. i wyniosła +1,2 pkt proc.). Popyt krajowy wzrósł w III kw. o 3,5% r/r wobec 3,9% r/r zanotowanych w II kw. Pozytywnie zaskoczyła zerowa kontrybucja eksportu netto – można było oczekiwać, że efekty bazowe z roku 2009 obciążą negatywnie kontrybucję w roku 2010. Po stronie podaży w III kw. obserwowaliśmy kontynuację wzrostów wartości dodanej w przemyśle (10,2% z 11,4% r/r). Kontynuacja projektów infrastrukturalnych przełożyła się na poprawę w budownictwie (wzrost wartości dodanej o 6,1% wobec jej wzrostu o 3,8% zanotowanego w II kw.). Wartość dodana w usługach rynkowych wzrosła o 2,0% r/r wobec mizernego wzrostu zanotowanego w II kw. Struktura wzrostu gospodarczego (silny komponent wewnętrzny) zgodna jest z wynikiem naszych wcześniejszych analiz i wskazuje na możliwość podtrzymania wzrostu w kolejnych kwartałach właśnie w oparciu o wewnętrzne czynniki cykliczne. Dodatkowo wzrost powinny wspierać ekspansywna polityka fiskalna, projekty infrastrukturalne i opóźnione efekty luźnej polityki pieniężnej. Oceniamy, że podobną dynamikę PKB (z większą kontrybucją ze strony inwestycji) powinniśmy obserwować w IV kw. Wyższy polski PKB teoretycznie sprzyja spadkowi premii za ryzyko fiskalne wycenianej w obligacjach. Powinien również generować pewne oczekiwania na zacieśnienie monetarne. Skomplikowany kontekst globalny (poluzowanie monetarne w USA, kryzys zadłużeniowy w Europie) powoduje, że nawet przy słabszym złotym RPP będzie miała opory przed szybkim zacieśnieniem monetarnym.

Deficytu na rachunku bieżącym

We wrześniu odnotowano (oczekiwane przez nas) pogorszenie na rachunku obrotów bieżących a deficyt wyniósł 1417 mln EUR wobec 1255 mln EUR w sierpniu. Dane historyczne (w przeciągu ostatnich 19 miesięcy) zostały poddane znacznej rewizji w dół o prawie miliard EUR (w stronę niższego deficytu) – co ciekawe, korekta danych „znosi” korektę z sierpnia. Poprawa salda na rachunku obrotów bieżących to wynik przede wszystkim pogorszenia na rachunku usług (obecnie +190 mld EUR) i dochodów (stabilizacja na niższych, „normalnych” poziomach w okolicach 1089 mln EUR). Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, nie odnotowano poprawy na rachunku transferów bieżących (odnotowaliśmy wyjątkowo niski transfer z UE, w połączeniu z wysoką wpłatą do wspólnotowego budżetu). Zgodnie ze specyfiką funduszy z UE, w tendencji coraz więcej środków będzie księgowane na rachunku kapitałowym, co sprzyjać będzie „zerowaniu” rachunku transferów bieżących. Nieznacznej poprawie uległo saldo obrotów towarowych (z -825 mln EUR do -537 mln EUR), co nie niesie za sobą żadnych nowych implikacji. Pozytywnie zaskoczył przede wszystkim eksport, choć zaskoczenie jest niewielkie - wspominaliśmy o dobrych wynikach produkcji przemysłowej we wrześniu (jednak nieco gorszych od średniej z lat 2007-2008). O ile jesteśmy dość pewni kondycji konsumpcji (łącznie indywidualnej i publicznej) w następnych miesiącach, ścieżka wzrostu przetwórstwa przemysłowego może ulec nieznacznej wyprężeniu (efekty bazowe, sprzeczne sygnały płynące z gospodarki niemieckiej), co może prowadzić do stopniowego rozszerzenia deficytu na rachunku handlowym. Trendy finansowania deficytu na rachunku obrotów bieżących pozostają bez zmian. W szczególności, powoli rosną BIZ a napływ inwestycji portfelowych i pozostałych (pasywa) przekracza już o 12 mld PLN odpowiednie poziomy z poprzedniego roku. Ruchy kapitału obserwowane po QE2.0 zainicjowanym przez FOMC wydają się dalszy napływ kapitału tylko stymulować (do tego fenomenu odwołuje się także RPP w ostatnim komunikacie). Z punktu widzenia całej grupy emerging markets, Polska przeskoczyła w

atrakcyjności Turcję (w ostatnim miesiącu plasowaną ex aequo z Polską na 1 pozycji przez zagraniczne instytucje finansowe). Zagranicznych inwestorów przyciąga przede wszystkim dobra sytuacja makroekonomiczna, a przyszłe wyzwania fiskalne (zwłaszcza, że obecnie bagatelizowane przez agencje ratingowe, których oceny charakteryzuje mimo wszystko duża inercja) schodzą obecnie na dalszy plan.

Inflacja

Roczny wskaźnik inflacji wzrósł w październiku do 2,8% z 2,5% zanotowanych we wrześniu. Odczyt za październik okazał się jednak niższy niż prognoza Ministerstwa Finansów (2,9%). Wzrost wskaźnika inflacji względem odczytu wrześniowego to przede wszystkim wynik wyższych cen żywności (+1,0% m/m), a więc transmisji szoku podaźowego z okresu wakacji oraz podwyżki cen gazu. Należy podkreślić, że ceny w znakomitej większości kategorii pozostały stabilne (użytkowane mieszkania +0,1% m/m, transport +0,3% m/m, rekreacja i kultura -0,6% m/m, łączność -0,1% m/m, restauracje i hotele +0,2% m/m), a roczny wskaźnik inflacji bazowej czwarty miesiąc z rzędu wynosi 1,2% r/r. W danych październikowych trudno zatem doszukać się bezpośrednich dowodów na wzrost popytowej presji inflacyjnej. Sytuacja ta oczywiście zmienić się może w kolejnych miesiącach (inflacja bazowa wzrośnie ze względu na podwyżki cen kontrolowanych, podwyżki VAT, efekty wtórne związane ze wzrostem cen usług i kosztów prowadzenia działalności oraz wskutek ciągle relatywnie słabego kursu złotego). W kolejnych miesiącach rosnać będzie również wskaźnik inflacji CPI – najpierw jako wynik rozładowywania szoku żywnościowego, potem pod wpływem wymienionych już powyżej czynników powodujących wzrost inflacji bazowej. Na koniec roku 2010 inflacja przekroczy poziom 3,1-3,3%, by oscylować wokół górnej granicy celu inflacyjnego w pierwszej połowie 2011. Dane nieznacznie jedynie złagodziły oczekiwania rynku na rychłe zacieśnienie monetarne (krzywa FRA obniżyła się o 2-3pb). Na rynku stopy procentowej panuje przekonanie o nieuchronności zacieśnienia monetarnego w Polsce. W centrum uwagi pozostają komentarze Prezesa NBP (naszym zdaniem są one dość dwuznaczne i jedynym wnioskiem z nich płynącym jest nadzwyczaj ważna rola kursu walutowego). Oceniamy, że istnieje wyższe prawdopodobieństwo, że RPP nie podwyższy stóp w listopadzie i (zgodnie zresztą z tradycją tego gremium) poczeka na więcej danych makro i bardziej jednoznaczną ocenę kwestii wzrostu presji inflacyjnej. Podwyżki stóp wydają się jednak nieuniknione. Dojdzie do nich na początku 2011 roku. Wcześniej możemy spodziewać się większej aprobaty ze strony RPP na aprecjacje złotego. RPP sięgnie więc ostatecznie po najbardziej efektywny kanał transmisji monetarnej.

Deficyt budżetowy

Deficyt budżetowy po październiku wyniósł -41,8 mld PLN wobec -39,5 mld PLN do września. Wykonanie deficytu przebiega w kolejnym miesiącu wolniej od harmonogramu (zapisana zmiana deficytu w harmonogramie pomiędzy wrześniem a październikiem wyniosła 3,2 mld PLN podczas gdy faktyczna – 2,3 mld PLN). Plan dochodów został wykonany w 82,1% (204,4 mld PLN) a wydatków w 81,7% (220,8 mld PLN). W przypadku wydatków widać spowolnienie wykonania w stosunku do analogicznego okresu z roku poprzedniego (obecnie przyrost o 8pp. względem planu wobec 9pp. przed rokiem). W przypadku wydatków na obsługę zadłużenia przyrost wydatków na obsługę długu wobec zagranicy jest dużo wyższy (+4pp. wobec -3pp. przed rokiem), nieco wyższy występuje w przypadku długu krajowego (+27pp. wobec +24pp. przed rokiem). Identyfikują się wykonane dotacje dla Funduszu Emerytalno Rentowego (jest +9pp., było +9pp.) oraz subwencje dla jednostek samorządu terytorialnego (+8pp.); znacznie gorzej wygląda sytuacja w FUS (już we wrześniu dotacja osiągnęła 100% planu, w ubiegłym roku dopiero w październiku). Po stronie dochodów widzimy przede wszystkim stabilizację (w ujęciu rocznym) dynamiki wpływów z VAT, która obecnie plasuje się na poziomie 6,0% r/r. Nieznaczna poprawa w stosunku do wykonania z września obserwujemy w przypadku podatków PIT i CIT, jednak wpływy z nich (skumulowane) plasują się ciągle poniżej tych odnotowanych rok wcześniej. Wykonanie budżetu już kolejny miesiąc plasuje się lepiej od planu. W wyniku przyspieszenia dynamiki PKB pod koniec roku (a przede wszystkim zmiany jego kompozycji w kierunku popytu finalnego) wpływy podatkowe prawdopodobnie będą dalej się poprawiać i nie można wykluczyć wykonania lepszego od planu. W takiej sytuacji skala redukcji wydatków (o ile rząd nie będzie chciał jeszcze bardziej poprawić wykonania w kierunku 45-46 mld PLN) będzie mogła być nieco niższa, co w tym przypadku może okazać się korzystne dla wydatków inwestycyjnych (rynk finansowe oczekują wykonania deficytu na poziomie około 48 mld PLN, zgodnie ze stosownym zapisem w projekcie budżetu na 2011 rok).

Rynek pracy

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wyniosło w październiku 5375,4 tys. osób, co oznacza przyrost liczby zatrudnionych o 11,4 tys. osób wobec września i przekłada się na 2,1% wzrost zatrudnienia w ujęciu rocznym (należy w tym miejscu podkreślić, że o ile w we wrześniu zabrakło 100 osób do dynamiki 2,0%, tak w tym miesiącu 100 osób mniej skutkowałoby wzrostem rocznym w wysokości 2,0%). Zgodnie ze wskazaniami wskaźników koniunktury ścieżka tempa wzrostu zatrudnienia ulega wypłaszczeniu. Niemniej jednak od

wypłaszczenia daleko do stwierdzenia, że sytuacja na rynku pracy będzie się w kolejnych miesiącach pogarszać. Zatrudnienie w ostatnich miesiącach rośnie średnio o 13-14 tys. osób, co należy uznać za rezultat jak najbardziej korzystny (zwłaszcza, że symptomy wyraźnego odbicia obserwujemy w poszczególnych sekcjach przetwórstwa przemysłowego, które wydaje się najbardziej wrażliwe na koniunkturę). Biorąc pod uwagę, że przetwórstwo przemysłowe (indeks) już dawno przekroczyło maksima sprzed kryzysu, obserwujemy obecnie bardzo duży przyrost wydajności pracy (średnia 2007-2008 2,5% r/r, średnia 2009-obecnie 7,9% r/r). Taka sytuacja nie może trwać długo, stąd też oczekujemy w najbliższych miesiącach nie tylko przyspieszenia zatrudnienia (likwidacja niepewności odnośnie rozwoju gospodarki globalnej), lecz również wzrostów inwestycji (ten sam mechanizm + konieczność odbudowy nadwyżerzonych mocy wytwórczych i trudny do utrzymania intensywny wzrost produkcji). We wrześniu dynamika wynagrodzeń wzrosła z 3,7% do 3,9% r/r. Należy tu jednak podkreślić niekorzystną różnicę w liczbie dni roboczych w ujęciu rocznym. Szacujemy, że w przetwórstwie przemysłowym płace rosną już w tempie powyżej 6% r/r. Dalszemu wzrostowi płac sprzyjać będzie postępujące ożywienie gospodarcze, mocna stymulacja fiskalna i inwestycje infrastrukturalne. Dane z rynku pracy zwiększają bilans ryzyk dla inflacji w średnim okresie (niemniej jednak nie są tak „nośne” jak publikacje danych o inflacji). Biorąc pod uwagę wydzwięk równolegle opublikowanych „Minutes” z październikowego posiedzenia Rady wydaje nam się, że RPP jest mocno skupiona na zagadnieniach globalnych i kwestii uniknięcia spekulacyjnego umocnienia złotego. Czynniki te prawdopodobnie opóźnią zacieśnienie monetarne w Polsce. Pierwszej podwyżki stóp spodziewamy się w I kw. 2011.

Produkcja przemysłowa

W październiku roczna dynamika produkcji przemysłowej obniżyła się z 11,8% do 8,0%. Odczyt okazał się niższy od oczekiwań analityków. Na spadek rocznego wskaźnika wpływ miała negatywna różnica w liczbie dni roboczych. Po odsezonowaniu dynamika produkcji przemysłowej obniżyła się z 12,1% do 11,2% r/r. Wzrost zanotowano w 26 z 34 sekcji, co ciągle świadczy o szeroko ugruntowanym charakterze ożywienia w przemyśle. Struktura wzrostu produkcji (dwucyfrowe wzrosty w kategoriach elektronika, komputery, chemikalia, metale) ciągle wskazuje, że polski przemysł podlega znaczącym wpływom ożywienia w napędzanej eksportem gospodarce niemieckiej. Jedną z hipotez tłumaczących hamowanie produkcji przemysłowej (stojącej w opozycji do silnego wzrostu wskaźnika PMI) jest niska produkcja samochodów wynikająca z przestoju w fabryce Fiata (taki scenariusz wydaje się również tłumaczyć spadek produkcji odsezonowanej); podkreślić jednak należy także ostatnie rozkorelowanie produkcji przemysłowej ze wskaźnikiem PMI, które trwa już od kilku miesięcy. W kolejnych miesiącach należy oczekiwać dalszego spadku rocznego wskaźnika produkcji przemysłowej, na co jednak główny wpływ będzie miała statystyczna wysoka baza z poprzedniego roku. Obniżenie dynamiki produkcji przemysłowej w IV kw. nie będzie jednak tożsame ze spadkiem dynamiki PKB. Większą kontrybucję do wzrostu gosp. w IV kw. będzie miała produkcja budowlana i usługi rynkowe (oczekiwany wzrost konsumpcji publicznej). Dynamika roczna PKB w IV kw. będzie zbliżona do 4%. Dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu uplasowała się na poziomie 4,0% w ujęciu rocznym, wobec 4,3% (brak rewizji) we wrześniu. Ceny producentów pozostają we wzrostowym trendzie (obecne wyhamowanie to w dużej mierze wynik efektu bazowego z poprzedniego roku) i nie oczekujemy odwrócenia się tej tendencji w najbliższych miesiącach. Tym samym w obecnej chwili nie widzimy czynników, które mogłyby hamować rosnącą presję inflacyjną wśród cen producentów, choć na razie nie przekłada się ona na ceny konsumentów. Z uwagi na obecną dynamikę procesów realnych (zwłaszcza dynamikę procesów a rynku pracy i wzrost siły przetargowej pracowników) wydaje się to jednak tylko kwestią czasu.

Wysoki wzrost sprzedaży detalicznej w październiku

Październikowa sprzedaż detaliczna odnotowała wzrost o 9,0% w ujęciu rocznym, po 8,6% we wrześniu. Wzrost ten nastąpił pomimo niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Na wyższy niż oczekiwano wzrost sprzedaży detalicznej złożyły się: wyższa sprzedaż paliw (15,4% r/r wobec 12,0% zanotowanych we wrześniu), sprzedaż w niewyspecjalizowanych sklepach (16,0% wobec 13,8% zanotowanych we wrześniu) i sprzedaż w kategorii pozostałe (6,5% r/r wobec -3,0% zanotowanych we wrześniu). Wysoka dynamika została utrzymana w kategorii pojazdy mechaniczne (zakupy samochodów przed zakończeniem możliwości rozliczenia ulgi z tytułu VAT, obawy przed wzrostem cen samochodów w związku z koniecznością spełnienia normy EURO5). W pozostałych kategoriach dynamiki okazały się niższe niż we wrześniu. W ujęciu bazowym dynamika sprzedaży w październiku była nieco niższa niż we wrześniu.

Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa	Cena bieżąca	Data wydania	Cena w dniu wydania	P/E 2010
AB	Akumuluj	23,40	25,09	2010-09-28	20,60	11,2
ACTION	Trzymaj	18,16	18,25	2010-11-05	18,40	12,9
AGORA	Trzymaj	25,80	28,00	2010-10-05	28,30	21,2
ASBIS	Akumuluj	4,08	3,92	2010-09-28	3,62	16,4
ASSECO POLAND	Kupuj	65,30	53,00	2010-08-31	55,00	10,2
ASTARTA	Sprzedaj	45,83	84,95	2010-05-11	57,50	7,3
BBi DEVELOPMENT	Kupuj	0,55	0,47	2010-11-10	0,45	11,2
BUDIMEX	Redukuj	85,20	98,85	2010-09-13	95,10	12,3
BZWBK	Trzymaj	215,90	210,00	2010-09-15	215,40	16,4
CENTRUM KLIMA	Trzymaj	16,1	16,50	2010-12-03	16,50	18,3
CERSANIT	Redukuj	10,1	10,80	2010-10-20	11,43	12,8
CEZ	Trzymaj	129,50	121,00	2010-11-29	124,50	8,2
CIECH	Kupuj	34,50	21,59	2010-08-23	28,27	6,9
CINEMA CITY	Trzymaj	39,90	41,00	2010-07-16	39,00	18,4
COMARCH	Trzymaj	79,50	82,50	2010-09-03	79,35	19,0
CYFROWY POLSAT	Akumuluj	15,30	15,35	2010-11-05	13,58	15,1
DOM DEVELOPMENT	Kupuj	50,10	38,52	2010-12-03	38,52	35,3
ELEKTROBUDOWA	Trzymaj	165,70	161,00	2010-12-03	161,00	15,6
EMPERIA HOLDING	Zawieszona		97,00	2010-10-05	99,50	19,0
ENEA	Redukuj	21,43	23,50	2010-12-03	23,50	15,8
ERBUD	Trzymaj	54,10	54,85	2010-11-05	53,80	13,4
EUROCASH	Zawieszona		27,90	2010-10-05	26,38	30,0
FAMUR	Redukuj	2,3	2,70	2010-12-03	2,70	15,7
GETIN	Trzymaj	10,40	11,05	2010-09-15	10,11	19,4
GTC	Trzymaj	23,90	24,54	2010-11-05	23,10	7,3
HANDLOWY	Trzymaj	87,00	96,00	2010-10-05	87,60	17,5
ING BSK	Trzymaj	815,00	888,00	2010-09-15	800,00	15,0
IMPEXMETAL	Kupuj	5,1	4,62	2010-11-18	4,10	13,0
J.W. CONSTRUCTION	Trzymaj	16,40	17,45	2010-07-09	16,10	5,7
KERNEL	Kupuj	77,28	65,95	2010-11-05	61,55	8,9
KĘTY	Trzymaj	120,00	119,40	2010-11-03	119,00	12,7
KGHM	Redukuj	122,00	141,20	2010-11-12	136,90	6,2
KOMPUTRONIK	Trzymaj	10,12	9,01	2010-09-28	10,80	23,7
KOPEX	Redukuj	15,7	17,20	2010-11-24	16,80	47,7
KREDYT BANK	Trzymaj	15,20	15,33	2010-09-15	15,49	20,9
LOTOS	Redukuj	28,40	31,50	2010-11-09	32,75	5,4
LPP	Akumuluj	2300,00	2140,00	2010-12-03	2140,00	24,2
LW BOGDANKA	Kupuj	125,90	107,10	2010-11-09	105,90	17,1
MILLENNIUM	Redukuj	4,60	4,96	2010-10-05	5,00	20,5
MONDI	Trzymaj	71,10	77,95	2010-08-13	73,70	18,3
MOSTOSTAL WARSZAWA	Akumuluj	66,10	60,50	2010-12-03	60,50	15,2
NETIA	Trzymaj	5,30	5,36	2010-11-05	5,43	27,7
NG2	Trzymaj	62,70	62,50	2010-12-03	62,50	19,0
PBG	Redukuj	194,00	220,00	2010-11-05	226,00	14,6
PEKAO	Sprzedaj	145,00	180,20	2010-11-05	190,00	18,3
PGE	Kupuj	26,73	22,29	2010-09-13	23,78	13,3
PGNiG	Kupuj	4,40	3,61	2010-12-03	3,61	11,1
PKN ORLEN	Redukuj	40,70	46,49	2010-12-03	46,49	9,3
PKO BP	Akumuluj	51,00	44,46	2010-11-10	45,76	17,4
POLICE	Sprzedaj	5,50	6,95	2010-12-03	6,95	14,8
POLIMEX MOSTOSTAL	Trzymaj	4,20	4,04	2010-11-15	4,27	17,0
POLNORD	Kupuj	50,70	35,89	2010-06-02	37,70	23,2
PZU	Zawieszona		363,90	2010-08-04	399,00	13,9
RAFAKO	Akumuluj	13,70	13,13	2010-09-03	12,80	17,8
SYGNITY	Kupuj	18,20	15,20	2010-03-02	12,57	
TAURON	Kupuj	8,87	6,55	2010-09-13	5,56	12,7
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Akumuluj	17,60	16,75	2010-12-01	16,17	134,4
TRAKCJA POLSKA	Trzymaj	4,16	4,20	2010-05-06	4,14	16,0
TVN	Trzymaj	16,50	16,72	2010-11-29	16,50	22,0
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	Trzymaj	85,90	83,00	2010-11-05	83,80	40,9
UNIBEP	Trzymaj	9,30	9,94	2010-12-03	9,94	14,9
ZA PUŁAWY	Trzymaj	72,05	73,00	2010-01-06	80,90	16,9
ZUE	Kupuj	19,30	14,75	2010-11-24	14,50	18,9

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
ACTION	Trzymaj	Redukuj	18,16	2010-11-05
BBI DEVELOPMENT	Kupuj		0,55	2010-11-10
CEZ	Trzymaj	Trzymaj	129,50	2010-11-29
CYFROWY POLSAT	Akumuluj	Trzymaj	15,30	2010-11-05
ERBUD	Trzymaj	Akumuluj	54,10	2010-11-05
FAMUR	Trzymaj	Redukuj	2,30	2010-11-24
GTC	Trzymaj	Akumuluj	23,90	2010-11-05
IMPEXMETAL	Kupuj		5,10	2010-11-18
KERNEL	Kupuj	Akumuluj	77,28	2010-11-05
KGHM	Redukuj	Trzymaj	122,00	2010-11-12
KOPEX	Redukuj	Akumuluj	15,70	2010-11-24
LOTOS	Redukuj	Redukuj	28,40	2010-11-09
LPP	Akumuluj		2300,00	2010-12-03
LW BOGDANKA	Kupuj	Trzymaj	125,90	2010-11-09
NETIA	Trzymaj	Redukuj	5,30	2010-11-05
NG2	Trzymaj		62,70	2010-12-03
PBG	Redukuj	Sprzedaj	194,00	2010-11-05
PEKAO	Sprzedaj	Redukuj	145,00	2010-11-05
PGNiG	Akumuluj	Kupuj	4,40	2010-11-15
PKN ORLEN	Redukuj	Trzymaj	40,70	2010-12-03
PKO BP	Akumuluj	Trzymaj	51,00	2010-11-10
POLIMEX MOSTOSTAL	Trzymaj	Trzymaj	4,20	2010-11-15
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Akumuluj	Trzymaj	17,60	2010-12-01
TVN	Trzymaj	Redukuj	16,50	2010-11-29
ULMA CONSTRUCCION PL	Trzymaj	Akumuluj	85,90	2010-11-05
ZUE	Kupuj		19,30	2010-11-24

Zmiany rekomendacji w Przeglądzie Miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
CENTRUM KLIMA	Trzymaj	Akumuluj	16,10	2010-12-03
DOM DEVELOPMENT	Kupuj	Akumuluj	50,10	2010-12-03
ELEKTROBUDOWA	Trzymaj	Redukuj	165,70	2010-12-03
ENEA	Redukuj	Trzymaj	21,43	2010-12-03
FAMUR	Redukuj	Trzymaj	2,30	2010-12-03
MOSTOSTAL WARSZAWA	Akumuluj	Trzymaj	66,10	2010-12-03
PGNiG	Kupuj	Akumuluj	4,40	2010-12-03
POLICE	Sprzedaj	Trzymaj	5,50	2010-12-03
UNIBEP	Trzymaj	Akumuluj	9,30	2010-12-03

Statystyka rekomendacji

Wszystkie						Dla emitentów związanych z DI BRE Bankiem S.A.				
Statystyka	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
liczba	4	10	27	8	12	1	1	17	2	8
procent	6,6%	16,4%	44,3%	13,1%	19,7%	3,4%	3,4%	58,6%	6,9%	27,6%

Banki

Zysk sektora bankowego za 3Q 2010 wyniósł 3,2 mld PLN, +10% Q/Q

KNF zaraportował, że zysk netto sektora bankowego po trzech kwartałach 2010 wyniósł 8 602 mln PLN i wzrósł 26% R/R. W konsekwencji wynik netto sektora za 3Q 2010 wyniósł 3 183 mln PLN i poprawił się o 10% Q/Q i o 34% R/R. Poprawa Q/Q wynika w połowie ze wzrostu wyniku odsetkowego (o 4% Q/Q) oraz ze spadku salda rezerw (o 14% Q/Q).

Zysk netto sektora wyniesie ok. 10 mld PLN; 4Q bez anomalii w saldzie rezerw

Przewodniczący KNF, Stanisław Kluza, powiedział, że nie spodziewa się aby 4Q 2010 był znacząco gorszy niż poprzednie kwartały tego roku. Poinformował, że nie oczekuje żadnych anomalii jeżeli chodzi o saldo rezerw. Wskazał, że zysk sektora za cały rok powinien wynieść ok. 10 mld PLN. Po dziewięciu miesiącach 2010 sektor bankowy wygenerował 8,6 mld PLN zysku netto (+26% Q/Q). Przy założeniu, że zysk całoroczny sektora ma wynieść 10 mld PLN, wynik netto 4Q kształtowałby się na poziomie tylko ok. 1,4 mld PLN (-21% Q/Q), co byłoby wynikiem rozczarującym. Chociaż nie spodziewamy się żadnych nadzwyczajnych anomalii w wynikach 4Q 2010, wskazujemy, że zwyczajowo występuje sezonowość kosztów operacyjnych, więc niektórym bankom może być trudno poprawić wyniki z 3Q 2010.

ZBP oczekuje sprzedaży kredytów hipotecznych w 2011 na poziomie ok. 50 mld PLN, płasko R/R

Jacek Furga z ZBP poinformował, że wartość udzielonych kredytów hipotecznych w 2011 będzie zbliżona do poziomu z 2010 i wyniesie ok. 50 mld PLN. Jego zdaniem brak wzrostu w przyszłym roku wynika z planowanych zmian w programie Rodzina na Swoim (wyłącznie z finansowania inwestycji na rynku wtórnym) oraz wejście w życie nowelizacji Rekomendacji T. ZBP spodziewa się, że w kolejnych miesiącach nadal będzie rósł udział kredytów denominowanych w EUR, jednak nie będą one dominować w nowym portfelu kredytowym. Prognoza ZBP jest zbieżna z naszymi oczekiwaniami odnośnie wzrostu portfela kredytów hipotecznych. Spodziewamy się wzrostu w przyszłym roku o 15% R/R z 257 mld PLN do 295 mld PLN.

Komisja Europejska rozpoczęła pracę nad jednolitym podatkiem bankowym

Komisja Europejska powołała zespół do spraw podatku bankowego, którego zadaniem jest opracowanie jednolitych przepisów dotyczących podatku bankowego w całej Unii Europejskiej. W chwili obecnej zespół ma dokonać analizy już istniejących systemów opodatkowania banków w krajach europejskich.

BFG podwyższyło opłatę roczną do 0,099%, ponad dwukrotnie

Przewodniczący Rady BFG, Dariusz Daniluk, poinformował, że Rada Bankowego Funduszu Gwarancyjnego podwyższyła stawkę opłaty rocznej banków na BFG w 2011 roku do 0,099% (płacono od aktywów ważonych ryzykiem; z poziomu 0,045% jaka obowiązywała przez trzy ostatnie lata). Spowoduje to, że w przyszłym roku banki wpłacą do BFG ponad 720 mln PLN, czyli ponad dwa razy więcej niż w 2010. Wzrost stawki to efekt między innymi planów podwyższenia poziomu ochrony depozytów z 50 tys. EUR do 100 tys. EUR począwszy od 1 stycznia 2011. Dla ośmiu przez nas analizowanych banków oznacza to, że skumulowana wartość opłaty na rzecz BFG wzrośnie z ok. 180 mln PLN w tym roku do ok. 430 mln PLN w roku przyszłym, czyli wyniesie ok. 4% zysków netto oczekiwanych przez nas w 2011. W naszej opinii, zwiększenie opłaty na rzecz BFG może zastąpić wprowadzenie dodatkowego podatku od banków.

Moody's podwyższył perspektywę dla polskiego sektora bankowego do stabilnej

Agencja Ratingowa Moody's poinformowała, że podwyższyła perspektywę dla polskiego sektora bankowego do stabilnej z negatywnej. Agencja wskazuje na prężność i odporność systemu bankowego w Polsce na globalny kryzys finansowy. Dodaje, że środowisko działania banków ustabilizowało się, a pogarszanie się jakości kapitału uległo spowolnieniu.

KNF przygląda się sprzedaży polis ubezpieczeniowych dołączanych do kredytów przez banki

Dziennik *Parkiet* doniósł, że KNF przygląda się procesowi sprzedaży przez banki polis ubezpieczeniowych dołączanych do kredytów hipotecznych. W szczególności, nadzór ma przyrzeć się ubezpieczeniom od utraty pracy oraz niskiego wkładu własnego. Adam Płociński z KNF zwraca uwagę, że w przypadku ubezpieczeń od utraty pracy aż do 95% opłaconej składki wraca do banku w formie „wynagrodzenia za obsługę ubezpieczenia”, a w przypadku ubezpieczeń niskiego wkładu własnego mimo, że kredytobiorca opłaca faktyczną składkę (choć bank jest stroną umowy), ubezpieczyciel ma do niego regres o zwrot kwoty wypłaconej bankowi. KNF poprosił UOKiK o zbadanie, czy takie praktyki nie naruszają zbiorowych interesów konsumentów.

KNF pracuje nad nowelizacją ustawy ubezpieczeniowej, żeby zwiększyć przejrzystość rynku bancassurance

Zgodnie z informacjami *Dziennik Gazety Prawnej*, KNF pracuje nad projektem noweli ustawy ubezpieczeniowej, która będzie zawierała propozycję regulacji sprzedaży produktów tak zwanego bancassurance (czyli produktów ubezpieczeniowych dystrybuowanych przez banki). Celem projektu jest zwiększenie zakresu informacji udostępnianej klientowi odnośnie poszczególnych produktów. Projekt ma być gotowy na początku 2011 kiedy zostanie przekazany do Ministerstwa Finansów.

Ponadto, *dziennik* zwraca uwagę, że Polska Izba Ubezpieczeń razem ze Związkiem Banków Polskich pracuje nad rekomendacją dobrych praktyk dotyczącą ubezpieczeń finansowych dodawanych do kredytów hipotecznych (ubezpieczenia pomostowe i niskiego wkładu). W przyszłym roku obie instytucje mają rozpocząć prace nad dokumentem w zakresie inwestycyjnej części rynku bancassurance.

CSOB planuje równoległy debiut w Pradze i w Warszawie

Parkiet (powołując się na agencję Reuters) poinformował, że czeski CSOB planuje równoległy debiut na giełdzie w Pradze i w Warszawie. Właściciel CSOB, belgijski KBC, zobowiązał się do sprzedaży przez giełdę 30-40% udziału w spółce, po tym jak zaakceptował pomoc rządową w 2008. Debiut w Pradze miał już nastąpić wiosną tego roku. Ostatnie doniesienia wskazywały, że debiut jest planowany na 2Q 2011. Informacja o dual-listingu w Warszawie jest dla nas nową informacją. Warszawska giełda niewątpliwie kusi zarówno wyższymi wycenami względem giełdy w Pradze, jak i szerszym dostępem do lokalnych inwestorów instytucjonalnych. Debiut CSOB w Warszawie to kolejne potencjalne źródło podaży akcji w sektorze finansowym, co może obniżyć sentyment względem sektora.

Październikowe statystyki sektora bankowego dla depozytów i kredytów

NBP opublikował statystyki dla sektora bankowego za październik. Depozyty spadły o 0,2% M/M (+6,3% YTD) z powodu 2,8% M/M spadku depozytów instytucji samorządowych i niemonetarnych finansowych (+18,2% YTD). Depozyty detaliczne wzrosły o 0,3% M/M (+5,2% YTD), podczas gdy depozyty korporacyjne powiększyły się o 0,8% M/M (+1,4% YTD). Kredyty ogółem wzrosły symbolicznie o 0,3% M/M (+6,1% YTD) (nawet pomimo umocnienia się PLN względem CHF o 2,6% M/M oraz względem USD o 2,2%) z powodu 2,9% M/M wzrostowi w kredytach dla instytucji samorządowych i niemonetarnych finansowych (-0,6% YTD). Kredyty korporacyjne wykazały lekki wzrost o 0,7% M/M (+0,2% YTD), a kredyty detaliczne były płaskie M/M (+9,9% YTD). W ramach kredytów mieszkaniowych, wzrost kredytów denominowany w PLN o 2,3% M/M (+23,5% YTD) został zneutralizowany przez spadek w kredytach denominowanych w FX o 1,7% M/M (+10,3% YTD). Kredyty konsumpcyjne pozostają płaskie M/M trzeci miesiąc z rzędu (+4,4% YTD).

Z powodu wzrostu kredytów i lekkiego spadku depozytów, wskaźnik kredyty/depozyty nieznacznie pogorszył się w sektorze i wzrósł o 49pb. M/M do 102,7%.

Dane statystyczne dla sektora za październik są zgodne z naszymi prognozami rocznymi. Oczekujemy, że zarówno depozyty ogółem jak i kredyty ogółem wzrosną o 8,5% R/R.

Zysk w 4Q 2010 ma być porównywalny do tego z 3Q

Prezes BPH spodziewa się, że zysk netto w 4Q 2010 będzie porównywalny do tego osiągniętego w 3Q 2010, kiedy wyniósł 37 mln PLN. Ponadto bank chce wykazać zysk netto w każdym z czterech kwartałów w 2011. W końcu BPH planuje obniżyć wskaźnik kosztów/dochodów do 50-55% w 2012, czyli niższe niż zakłada strategia (poniżej 60%).

DZ Bank prawdopodobnie jest również na sprzedaż

Puls Biznesu doniósł, że właściciele polskiego BZ Banku sondują rynek odnośnie jego potencjalnej sprzedaży. Rozmowy toczyły się m.in. z Leszkiem Czarneckim zanim kontrolowany przez niego Getin Holding podjął decyzję o zakupie Allianz banku. Polski DZ Bank zajmuje się głównie obsługą klientów niemieckich banków spółdzielczych działających w Polsce. Na koniec września bank miał 2,5 mld aktywów, jego zysk po trzech kwartałach wyniósł 17,6 mln PLN (+19% R/R).

We wrześniu Alior Bank wykazał pierwszy miesięczny zysk netto

Alior Bank poinformował, że po 22 miesiącach od rozpoczęcia działalności we wrześniu 2010 miał miesięczny zysk na poziomie 1 mln PLN, a w październiku wzrósł on do 2,4 mln PLN. Zarząd szacuje, że wynik netto w 4Q 2010 osiągnie poziom 7,5-10 mln PLN, a w całym 2011 ok. 100 mln PLN. Strata netto za 2010 wyniesie ok. 100 mln PLN.

Nowy większościowy inwestor Polbanku ma być wybrany do końca roku

Parkiet doniósł, że do końca roku nastąpi wybór nowego większościowego inwestora dla Polbanku. Na krótkiej liście są dwa podmioty, włoski Intensa Sanpaolo oraz jeden z banków francuski (najprawdopodobniej Credit Mutuel lub BPCE). Warunkiem zrealizowania transakcji, jest przekształcenie Polbanku z oddziału w bank działający na gruncie polskiego prawa. Aby tego dokonać niezbędne są zmiany w prawie bankowym. Dyrektor generalny Polbanku,



Kazimierz Stańczak, liczy, że przekształcenie dojdzie do skutku do końca 3Q 2011. Na koniec września aktywa Polbanku wyniosły ponad 22 mld PLN, a strata netto po trzech kwartałach sięgnęła 103 mln PLN. 4Q 2010 bank najprawdopodobniej również zakończy stratą netto. Wcześniej lokalna prasa informowała, że Polbankiem zainteresowane również były: Raiffaisen oraz BNP Paribas, a cena ukształtowała się na poziomie 440-580 mln PLN (bez wskazania jakiego pakietu udziałów dotyczy).



BZ WBK (Trzymaj)

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

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-15

(m ln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	1 635,1	1 563,2	-4,4%	1 789,3	14,5%	1 740,4	-2,7%	Liczba akcji (m ln)	73,1
Marża odsetkow a	3,3%	2,8%		3,2%		3,0%		MC (cena bieżąca)	15 346,0
WNDB	3 190,0	3 239,4	1,5%	3 465,2	7,0%	3 438,2	-0,8%	Free float	29,6%
Wynik operacyjny*	1 575,9	1 644,4	4,3%	1 773,9	7,9%	1 675,9	-5,5%		
Zysk brutto	1 210,6	1 163,0	-3,9%	1 308,3	12,5%	1 386,0	5,9%		
Zysk netto	855,4	886,2	3,6%	933,8	5,4%	1 047,7	12,2%		
ROE	18,4%	16,3%		14,9%		15,1%		Zmiana ceny: 1m	-0,5%
P/E	17,9	17,3		16,4		14,6		Zmiana ceny: 6m	6,1%
P/BV	3,1	2,6		2,3		2,1		Zmiana ceny: 12m	20,3%
DPS	3,0	0,0		4,0		4,5		Max (52 tyg.)	220,9
Dyid (%)	1,4	0,0		1,9		2,1		Min (52 tyg.)	168,1

* przed kosztami rezerw



Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla walorów BZ WBK oraz 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 215,9 PLN, czyli cenę oczekiwanego wezwania (226,9 PLN) zdyskontowaną kosztem kapitału o 6 miesięcy. Niezmiennie uważamy, że perspektywa potencjalnego wezwania będzie utrzymywać kurs akcji w trendzie bocznym, który będzie konwertować wraz z upływem czasu do zapowiedzianej ceny wezwania (226,9 PLN; potencjał zmiany 8% z obecnych poziomów). Pomimo ostatnich doniesień prasowych sugerujących, że prowadzony przez KNF proces akceptacji Santander jako nowego właściciela strategicznego BZ WBK może się przedłużać, uważamy, że ostatecznie zakończy się pozytywnie i w konsekwencji wezwanie dojdzie do skutku, najpóźniej w 2Q 2011.

223 mln PLN zysku netto, znacząco powyżej naszych oczekiwań

BZ WBK zraportował wysoki zysk netto za 3Q 2010 na poziomie 223 mln PLN (-11% Q/Q i -15% R/R), 12% powyżej naszych prognoz (199 mln PLN) oraz 3% powyżej oczekiwań rynkowych (217 mln PLN). Powodem pozytywnego zaskoczenia na wyniku netto były niższe niż oczekiwane koszty administracyjne (o 16 mln PLN) oraz niższe niż prognozowane saldo rezerw (o 18 mln PLN). Wynik odsetkowy był mocny (+4% Q/Q), w szczególności w perspektywie spadającego salda kredytów (-3% Q/Q) i depozytów (-4% Q/Q). Bank poprawił marżę odsetkową aż o 17pb. Q/Q do 3,36%. Zgodnie z oczekiwaniami, bank nie był w stanie powtórzyć rekordowego wyniku prowizyjnego z 2Q 2010, który spadł o 1% Q/Q z powodu mniejszej kontrybucji z funduszy inwestycyjnych. Wynik handlowy również spadł Q/Q, ze względu na sezonowo silny 2Q 2010 (dywidenda z Avivy). Wzrost kosztów tylko o 3% Q/Q był dla nas zaskoczeniem pozytywnym. Znaczący wzrost kosztów osobowych (+16% Q/Q) został prawie w całości zrekomensowany spadkiem kosztów marketingu (- ok. 18 mln q/Q). Saldo rezerwy na poziomie 101 mln PLN (-31% Q/Q) spadło w większym stopniu niż zakładaliśmy, szczególnie w części detalicznej. Pomimo tego, że jakość kredytów detalicznych pogorszyła się Q/Q o ok. 22pb. do 4,1%, saldo rezerw tego segmentu spadło o 34% Q/Q.

BZ WBK najprawdopodobniej wypłaci dywidendę za 2010

Prezes BZ WBK, Mateusz Morawiecki, poinformował, że bank najprawdopodobniej wypłaci dywidendę za 2010, ponieważ pozwala na to wysoka baza kapitałowa. Na chwilę obecną bank zaliczył na poczet kapitału regulacyjnego tylko 50% zysku wypracowanego w 1H 2010. W naszych prognozach założyliśmy, że bank wypłaci 35% zysku za 2010 w formie dywidendy. Oczekujemy dywidendy na akcję w wysokości 4,47 PLN, co daje stopę dywidendy na poziomie 2,1%. Chociaż nie jest to informacja potwierdzona przez żadną ze stron, uważamy, że kwestia dywidendy za 2010 została uzgodniona między AIB i Santanderem w trakcie procesu sprzedaży i najprawdopodobniej jest uwzględniona w oczekiwanej cenie wezwania.

KNF wszczął postępowanie w sprawie sprzedaży BZ WBK

Dziennik Gazeta Prawna poinformowała, że KNF wszczął postępowanie w sprawie sprzedaży BZ WBK. Istnieje podejrzenie, że w trakcie procesu due diligence bank ujawnił informacje o tym, którym deweloperom BZ WBK udzielił kredytów na zakup ziemi. Ponadto, postępowanie ma wyjaśnić czy irlandzcy Członkowie Rady Nadzorczej BZ WBK ujawnili prognozy finansowe banku. W końcu KNF zbada również kwestię wycieku danych osobowych do tzw. data roomu. Postępowanie wyjaśniające w sprawie nadużyć przy sprzedaży BZ WBK jest prowadzone równoległe do procesu zatwierdzenia wniosku Santander o przejęcie kontroli nad BZ WBK. Może to oznaczać, że wydanie przez KNF zgody, a w konsekwencji wezwanie Santander na 100% akcji BZ WBK, będzie się przedłużać. Zgodnie z umową między AIB a Santanderem, ten ostatni ma 7 miesięcy (poczynając od 1 listopada) na wyłączne negocjacje w sprawie kupna BZ



Getin (Trzymaj)

Cena bieżąca: 11,05 PLN Cena docelowa: 10,4 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-15

(m ln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	1 017,7	977,5	-3,9%	1 305,2	33,5%	1 614,9	23,7%	Liczba akcji (mln)	712,4
Marża odsetkow a	4,1%	2,9%		3,4%		3,6%		MC (cena bieżąca)	7 872,2
WNDB	2 029,9	2 094,4	3,2%	2 455,9	17,3%	2 751,0	12,0%	Free float	44,3%
Wynik operacyjny*	1 079,6	1 199,9	11,1%	1 640,4	36,7%	1 662,2	1,3%		
Zysk brutto	700,6	357,5	-49,0%	449,4	25,7%	701,0	56,0%		
Zysk netto	508,5	276,0	-45,7%	405,9	47,1%	502,2	23,7%		
ROE	15,2%	7,4%		10,0%		11,1%		Zmiana ceny: 1m	2,4%
P/E	15,4	28,5		19,4		15,7		Zmiana ceny: 6m	10,5%
P/BV	2,2	2,1		1,8		1,7		Zmiana ceny: 12m	-12,2%
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	11,5
Dyild (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	8,0

* przed kosztami rezerw



Po słabych wynikach za 3Q 2010, podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj oraz 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 10,4 PLN dla walorów Getin Holding. Choć w 3Q 2010 saldo rezerw okazało się lekko niższe niż nasza prognoza, ważniejszy wydaje się być rozczarowujący spadek marży odsetkowej. Mimo, że podtrzymujemy naszą opinię, że Getin ma perspektywy największej poprawy marży odsetkowej w 2011 wśród banków przez nas analizowanych, poprawa ta może nastąpić z niższego poziomu niż do tej pory oczekiwaliśmy. Co więcej, dynamiczny przyrost kredytów z utratą wartości, w szczególności hipotecznych, nie daje podstaw do znacznej redukcji naszych prognoz odnośnie kosztów ryzyka. Getin Holding jest wyceniany na 15,7x 2011 P/E, z 9% premią do średniej spółek porównywalnych.

Słabe wyniki za 3Q 2010 z zyskiem tylko na poziomie tylko 56 mln PLN

Getin Holding zaraportował słabe wyniki za 3Q 2010 z zyskiem netto na poziomie 56 mln PLN (-83% Q/Q i -57% R/R), 18% poniżej naszej prognozy (69 mln PLN) i 5% poniżej oczekiwań rynkowych (59 mln PLN). Powodem rozczarowania, pomimo nawet nieco niższych niż oczekiwanego salda rezerw, jest zaskakujący bardzo słaby wynik na pozostałej działalności operacyjnej (-37 mln PLN względem +9 mln PLN w 2Q 2010).

Wynik odsetkowy był słaby (tylko +2% Q/Q), szczególnie w perspektywie wzrostu bilansu (kredyty i depozyty +3% Q/Q). Marża odsetkowa pogorszyła się aż o 11pb. Q/Q do 3,05%, z powodu dość drastycznego spadku marży kredytowej (-18pb. Q/Q). Wynik prowizyjny (+20% Q/Q) był silny, po tym jak spółka przekięgowała przychody z tytułu dystrybucji produktów strukturyzowanych Noble Securities z pozostałych przychodów z działalności operacyjnej do przychodów prowizyjnych. Wynik handlowy był słaby, szczególnie względem poprzednich kwartałów (wyniósł „zero”) i w końcu odzwierciedlający trendy typowe dla tej linii. Wynika to z braku zysku z wcześniejszego zakończenia transakcji CIRS. Wynik z tytułu ubezpieczeń pozostaje niezmiennie silny (+6% Q/Q), ze względu na brak szkodowości w portfelu TU Europy. Koszty operacyjne (-3% Q/Q) były zgodne z naszymi oczekiwaniami. Wskaźnik koszty/dochody pozostaje niezmiennie najniższy w sektorze i wynosi 39,8% (+536pb. Q/Q). Saldo rezerw (-20% Q/Q) był nieznacznie poniżej naszych oczekiwań. Głównym powodem spadku Q/Q jest brak wpływu rewaluacji rezerw IBNR (wynikający ze zmienności kursu CHF/PLN; kwartał wcześniej linia ta została zawyżona o ok. 30 mln PLN) oraz spadek rezerw na kredyty konsumenckie i samochodowe.

Getin kupuje Allianz Bank za 140 mln PLN, czyli po 0,5 P/BV

Getin Holding poinformował, że w dniu 18 listopada podpisał umowę kupna 100% akcji Allianz Banku za 140 mln PLN (skalkulowana w oparciu o dane finansowe na koniec czerwca 2010). Cena nabycia została uzgodniona jako wartość aktywów netto (258 mln PLN na 30 czerwca 2010) pomniejszona o sumę uzgodnionych przez strony pozycji (118 mln PLN). Nabycie nastąpi po spełnieniu wszystkich warunków określonych w umowie: 1) uzyskanie zgody UOKiK (o ile będzie wymagane), 2) uzyskanie zgody KNF oraz 3) wpisanie do KRS wszystkich podwyższeń kapitału dokonanych przed dniem zamknięcia transakcji. Odpowiedzialność sprzedawcy za naruszenie jakichkolwiek postanowień umowy została ograniczona do 25% ceny, czyli do 35 mln PLN. Allianz Bank posiada 58 oddziałów i zatrudnia ponad 650 pracowników. Obecnie bank obsługuje 73 000 klientów detalicznych, a jego suma bilansowa wyniosła 1 035 mln PLN na koniec czerwca 2010. Cena za jaką Getin Holding kupuje Allianz Bank wydaje się być bardzo atrakcyjna w oparciu o wskaźnik P/BV, który wynosi ok. 0,54x. W naszej opinii główną wartością Allianz Banku jest atrakcyjna sieć dystrybucji. W konsekwencji Getin zgodził się zapłacić ok. 2,4 mln PLN za każdy oddział. Bank jest cały czas na wczesnym etapie rozwoju (rozpoczął działalność w 2008) i zgodnie z doniesieniami prasowymi cały czas ponosi dotkliwe straty, jego



wskaźnik koszty/dochodów kształtuje się na poziomie ok. 500%. Sądzymy, że nabyte oddziały mogą wzmocnić sieć dystrybucji Idea Banku, który ma rozpocząć swoją działalność na początku 2011, a jego oferta ma być skierowana do małych i mikro przedsiębiorstw. Dodatkowo zwracamy uwagę, że jeżeli mechanizm nabycia Allianz Banku będzie wyglądał podobnie jak kupno GMAC, to spółka najprawdopodobniej po zakończeniu transakcji odpisze przez rachunek wyników badwill, czyli różnicę między wartością aktywów netto a ceną nabycia. 118 mln PLN stanowi ok. 23% zysków Getin Holdingu oczekiwanych przez nas w 2011 roku, czyli ok. 0,17 PLN na akcję.

Getin International dokupił 25% akcji Sombelbanku

Getin Holding poinformował, że jego spółka zależna Getin International nabył 24,94% akcji w Sombelbanku (Białoruś) za 33,5 mln PLN. Po rejestracji nabycia akcji, Getin International będzie posiadał 99,99% akcji Sombelbanku.

Rezygnacja Członka Zarządu Getin Holdingu

Getin Holding poinformował, że w dniu 11 listopada pan Artur Wiza, Członek Zarządu Getin Holdingu, złożył rezygnację z zajmowanego stanowiska z dniem 30 kwietnia 2011.



Handlowy (Trzymaj)

Cena bieżąca: 96 PLN

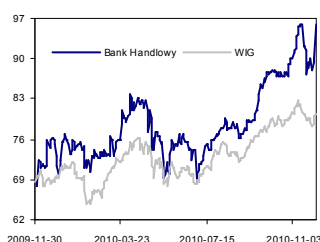
Cena docelowa: 87 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2010-10-05

(m ln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	1 365,8	1 505,4	10,2%	1 503,9	-0,1%	1 550,8	3,1%	Liczba akcji (mln)	130,7
Marża odsetkow a	3,4%	3,8%		3,9%		3,8%		MC (cena bieżąca)	12 543,3
WNDB	2 312,8	2 418,4	4,6%	2 542,3	5,1%	2 671,9	5,1%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	909,6	1 200,6	32,0%	1 174,0	-2,2%	1 257,3	7,1%		
Zysk brutto	759,2	655,3	-13,7%	906,1	38,3%	1 111,9	22,7%		
Zysk netto	600,4	504,4	-16,0%	715,8	41,9%	889,5	24,3%		
ROE	10,7%	8,5%		11,3%		13,3%		Zmiana ceny: 1m	6,8%
P/E	20,9	24,9		17,5		14,1		Zmiana ceny: 6m	27,1%
P/BV	2,2	2,0		1,9		1,8		Zmiana ceny: 12m	32,4%
DPS	4,8	0,0		3,8		3,8		Max (52 tyg.)	96,1
Dyid (%)	4,9	0,0		3,9		4,0		Min (52 tyg.)	68,5

* przed kosztami rezerw



Po publikacji mocnych wyników za 3Q 2010, Handlowy jest drugim po PKO BP najbardziej przez nas preferowaną ekspozycją w sektorze bankowym. Wyniki potwierdziły naszą opinię, że Handlowy będzie jedynym z pierwszych banków, w których skokowo poprawią się wskaźniki jakości portfela kredytowego i przez to znacząco spadną koszty ryzyka. W naszej prognozie zysków na 2011 na poziomie 890 mln PLN, Handlowy jest wyceniany na 14,1x P/E, 3% poniżej średniej dla spółek porównywalnych. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Zysk netto w 3Q 2010 wyniósł 211 mln PLN, 18% powyżej naszej prognozy

Handlowy zaraportował zysk netto za 3Q 2010 na poziomie 211 mln PLN (+6% Q/Q, -26% R/R). Wynik okazał się lepszy o 18% od naszych prognoz (179 mln PLN) oraz o 14% od oczekiwań rynkowych (184 mln PLN). Głównym czynnikiem stojącym za pozytywnym zaskoczeniem był wynik handlowy (18% lub 18 mln PLN powyżej naszej prognozy), ale pomogły też nieco wyższy niż oczekiwany wynik prowizyjny oraz niższe niż prognozowane koszty. Pomimo oczekiwanego spadku marży odsetkowej (-5pb. Q/Q do 3,80%), wynik odsetkowy wzrósł nieznacznie Q/Q (o 1% Q/Q) do zadawalającego poziomu 379 mln PLN. Wynik prowizyjny, pomimo niewielkiego spadku (-2% Q/Q) oceniamy relatywnie pozytywnie, ponieważ bank utrzymał bardzo dobry wynik na kartach (+3% Q/Q). Spadek wyniku wynikał z działalności maklerskiej (-7% Q/Q) oraz z przychodów z usług powierniczych (-7% Q/Q). Wynik z działalności handlowej na poziomie 118 mln PLN (-17% Q/Q) był głównym pozytywnym zaskoczeniem. Koszty (-1% Q/Q) były utrzymane pod kontrolą. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, bank zaraportował znaczący spadek salda rezerw (o 29% Q/Q) do poziomu 63 mln PLN. O 16 mln PLN Q/Q spadły rezerwy detaliczne (koszty ryzyka na poziomie 458pb), a o 10 mln PLN Q/Q rezerwy korporacyjne (koszty ryzyka na poziomie 7pb).

Handlowy chce założyć 100 tys. rachunków detalicznych w 2011

Sonia Wędrzychowicz-Horbatowska, Wiceprezes Handlowego, poinformowała w *Rzeczpospolitej*, że w 2011 bank zamierza zwiększyć liczę prowadzonych rachunków klientów indywidualnych o 100 tys. Od początku tego roku Handlowy utworzył 57 tys. takich kont, z czego 60% z nich założyły osoby, które były już klientami banku, np. przez kartę kredytową. Bank zamierza poszerzać swoją ofertę produktów dla klienta detalicznego, m.in. zaoferować kredyty hipoteczne. Obecnie bank koncentruje się na dużych miastach i kieruje swoją ofertą do klientów zarabiających przynajmniej 1 500 PLN netto. W naszej opinii powyższa informacja jest zgodna ze strategią banku ogłoszoną na początku 2010. Handlowy poinformował, że zamierza koncentrować się na klientach indywidualnych, którzy korzystają z kilku produktów banku (przynajmniej 2-3), co ma znacząco zwiększyć efektywność i rentowność segmentu detalicznego.



ING BSK (Trzymaj)

Cena bieżąca: 888 PLN

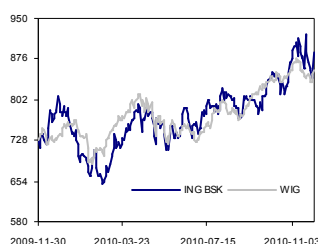
Cena docelowa: 815 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-15

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	1 252,6	1 416,8	13,1%	1 607,4	13,5%	1 676,2	4,3%	Liczba akcji (mln)	13,0
Marża odsetkowa	2,1%	2,2%		2,7%		2,7%		MC (cena bieżąca)	11 552,9
WNDB	2 060,5	2 488,3	20,8%	2 652,3	6,6%	2 769,6	4,4%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	580,4	990,7	70,7%	1 095,9	10,6%	1 185,9	8,2%		
Zysk brutto	563,1	738,3	31,1%	956,2	29,5%	1 059,2	10,8%		
Zysk netto	445,4	595,1	33,6%	769,8	29,4%	847,4	10,1%		
ROE	11,1%	13,1%		14,6%		14,2%		Zmiana ceny: 1m	2,5%
P/E	25,9	19,4		15,0		13,6		Zmiana ceny: 6m	18,4%
P/BV	2,7	2,4		2,0		1,8		Zmiana ceny: 12m	20,2%
DPS	11,7	0,0		0,0		20,7		Max (52 tyg.)	922,0
Dywid (%)	1,3	0,0		0,0		2,3		Min (52 tyg.)	650,0

* przed kosztami rezerw



Chociaż ING BSK jest jednym z najtańszych banków przez nas analizowanych, wyceniany jest na 13,6x P/E 2011 – 7% poniżej średniej dla spółek porównywalnych, uważamy że jego wycena jest bliska wartości godziwej. Oceniamy, że perspektywa podwyżek stóp procentowych będzie powstrzymać dalszą znaczną poprawę marży odsetkowej. Ponadto, oczekiwane tempo poprawy zysków netto poniżej średniej dla sektora wynika z ograniczonych możliwości spadku salda rezerw i redukcji kosztów ryzyka ze względu na niską bazę. Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj i naszą 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 815 PLN.

Zysk 3Q zgodny z oczekiwaniami

ING BSK zaraportował zysk netto za 3Q 2010 na poziomie 192 mln PLN (0% Q/Q i -9% R/R). Wynik okazał się zgodny zarówno z naszymi i rynkowymi oczekiwaniami na poziomie 189 mln PLN. Zwracamy uwagę, że w linii pozostałe przychody operacyjne netto, bank zaksięgował 12 mln PLN rezerwy na pokrycie potencjalnej kary nałożonej przez UOKiK (kwestia związana z opłatami interchange z roku 2006). Zysk netto skorygowany o wartość rezerwy wyniósłby ok. 202 mln PLN i byłby 7% powyżej naszych oczekiwań, z powodu niższych niż prognozowane koszty administracyjne. Wyniki oceniamy pozytywnie, szczególnie w perspektywie silnego wzrostu kredytów i utrzymania marży odsetkowej, pomimo prowadzonej promocji depozytów.

ING BSK nie przewiduje wzrostu rezerw na segment korporacyjny

Michał Bolesławski, Wiceprezes ING BSK, zapowiedział, że bank nie przewiduje wzrostu rezerw na segment korporacyjny, gdyż nie widać pogarszania się portfela kredytów korporacyjnych. W naszych prognozach na 2011 spodziewamy się 3% spadku salda rezerw przy założeniu 13% wzrostu portfela kredytowego ogółem. Oznacza to, że prognozujemy spadek kosztów ryzyka z 56pb w tym roku do 46pb w 2011.



Kredyt Bank (Trzymaj)

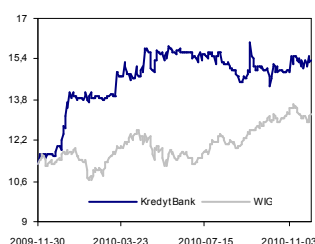
Cena bieżąca: 15,33 PLN Cena docelowa: 15,2 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-15

(m ln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	1 059,9	1 061,2	0,1%	1 120,8	5,6%	1 196,4	6,7%	Liczba akcji (m ln)	271,7
Marża odsetkow a	3,2%	2,7%		2,7%		2,7%		MC (cena bieżąca)	4 164,5
WNDB	1 585,9	1 530,4	-3,5%	1 571,9	2,7%	1 669,6	6,2%	Free float	12,8%
Wynik operacyjny*	531,3	848,1	59,6%	689,5	-18,7%	743,9	7,9%		
Zysk brutto	421,1	46,7	-88,9%	254,9	446,4%	392,5	54,0%		
Zysk netto	324,9	34,6	-89,4%	198,9	475,4%	314,0	57,9%		
ROE	13,2%	1,3%		7,3%		10,4%		Zmiana ceny: 1m	2,3%
P/E	12,8	120,5		20,9		13,3		Zmiana ceny: 6m	-2,7%
P/BV	1,6	1,6		1,5		1,3		Zmiana ceny: 12m	32,2%
DPS	0,5	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	16,1
Dyild (%)	3,4	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	11,5

* przed kosztami rezerw



Chociaż zysk netto za 3Q 2010 okazał się wyższy niż nasze prognozy, uważamy, że ogłoszone średnioterminowe cele finansowe są zbieżne z naszymi prognozami. W konsekwencji podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj i 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 15,2 PLN. Pomimo tego, że Kredyt Bank jest wyceniany 9% poniżej średniego 2011 P/E dla spółek porównywalnych (13,3x względem 14,5x), w naszej opinii dyskonto jest usprawiedliwione relatywnie słabszym poziomem bazy kapitałowej (wskaźnik kapitałów własnych na poziomie 9,0% - najniższy w sektorze) oraz dużą zmiennością wyników Q/Q.

56 mln PLN zysku netto, 24% powyżej oczekiwań na wyższych przychodach pozaodsetkowych

Kredyt Bank zaraportował zysk netto za 3Q 2010 na poziomie 56 mln PLN (+304% Q/Q), 24% powyżej naszych prognoz (45 mln PLN) oraz 26% powyżej oczekiwań rynkowych (44 mln PLN). Na wysokość wyniku netto miał wpływ szereg transakcji o charakterze jednorazowym: ok. 7 mln PLN zysku z przeszacowania portfela akcji (ujęte w wyniku handlowym), ok. 5 mln PLN dodatniej korekty z tytułu VAT (ujęte w wyniku na pozostałej działalności operacyjnej), 57 mln PLN dodatkowych rezerw na portfel kredytów hipotecznych w wyniku modyfikacji metodologii tworzenia odpisów oraz ok. 25 mln PLN rozwiązania rezerw w segmencie korporacyjnym w wyniku ustanowienia dodatkowych zabezpieczeń. Skorygowany wynik netto o powyższe transakcje wyniósłby ok. 70 mln PLN i byłby wyższy od naszych oczekiwań o ok. 56%. Bank zaraportował wynik lepszy od oczekiwań, nawet pomimo wyższych niż prognozowanych rezerw i wysokiej efektywnej stawki podatkowej (27,1%), dzięki lepszym niż prognozowanym przychodom, w szczególności wynik handlowy, pozostałe przychody netto oraz wynik prowizyjny.

Zarząd banku nie wyklucza dywidendy za 2010

Prezes Kredyt Bank, Maciej Bardan, poinformował, że Zarząd nie wyklucza możliwości wypłaty dywidendy za 2010. Nie oczekujemy dywidendy z Kredyt Banku w tym roku. Zwracamy uwagę, że dywidenda jest wypłacalna z zysku jednostkowego (a nie skonsolidowanego), a ten po dziewięciu miesiącach wyniósł 74 mln PLN i był o 42% niższy od skonsolidowanego.

Bank oczekuje w 2012 dwucyfrowego ROE i wskaźnika koszty/dochodów ok. 55%

Zarząd banku zadeklarował, że oczekuje dwucyfrowego ROE w 2012. Ma to zostać osiągnięte między innymi przez utrzymanie wskaźnika koszty/dochodów na poziomie ok. 55% oraz zredukowanie kosztów ryzyka do poziomu rynkowego. Chociaż prognozy Zarządu nie są dokładnie sprecyzowane, wydają się one być zbieżne z naszymi prognozami. W 2012 oczekujemy ROE na poziomie 13,0%, wskaźnika koszty/dochodów na poziomie 56,5% i kosztów ryzyka na poziomie 79pb (na równi ze średnią rynkową).



Millennium (Redukuj)

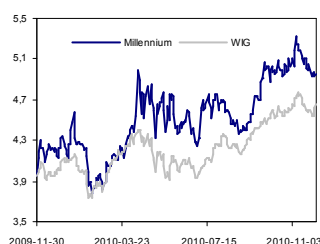
Cena bieżąca: 4,96 PLN Cena docelowa: 4,6 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2010-10-05

(m ln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	934,7	598,5	-36,0%	902,5	50,8%	1 020,7	13,1%	Liczba akcji (m ln)	1 213,1
Marża odsetkow a	2,4%	1,3%		2,0%		2,1%		MC (cena bieżąca)	6 017,1
WNDB	1 827,1	1 434,2	-21,5%	1 662,0	15,9%	1 823,9	9,7%	Free float	34,5%
Wynik operacyjny*	656,4	431,0	-34,4%	603,4	40,0%	708,5	17,4%		
Zysk brutto	521,3	1,9	-99,6%	358,7	19033,0%	491,4	37,0%		
Zysk netto	413,0	1,5	-99,6%	286,1	19037,0%	393,1	37,4%		
ROE	15,5%	0,1%		8,3%		9,1%		Zmiana ceny: 1m	-2,7%
P/E	10,2	2 817,4		21,0		15,3		Zmiana ceny: 6m	10,5%
P/BV	1,5	1,5		1,5		1,3		Zmiana ceny: 12m	15,3%
DPS	0,2	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	5,3
Dyid (%)	3,8	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,8

* przed kosztami rezerw



Chociaż uważamy, że w 2011 Millennium dostarczy wzrost zysków powyżej średniej dla sektora (37% względem 21%), uważamy, że jest to bardziej niż odzwierciedlone w obecnej wycenie rynkowej banku. Bank wyceniany jest na 15,3x 2011 P/E, z 6% premią do średniej spółek porównywalnych. Zgadzamy się z opinią konsensusu, że Millennium będzie podwyższać marżę odsetkową znacznie szybciej niż średnia w sektorze dzięki rozszerzaniu się marży depozytowej. Z drugiej strony dostrzegamy ryzyko wzrostu kosztów ryzyka na portfel kredytów hipotecznych. W pierwszych dziewięciu miesiącach 2010 roku spółka nie utworzyła dodatkowych rezerw na tą część portfela kredytowego, pomimo rosnącego udziału kredytów z utartą wartości w tym segmencie. Zwracamy uwagę, że zarówno Getin Holding jak i Kredyt Bank (czyli banki, które porównywalnie agresywnie sprzedawały kredyty hipoteczne w latach 2007-2008) odnotowały znaczący wzrost rezerw na portfel kredytów hipotecznych w trakcie 2010. W konsekwencji utrzymujemy rekomendację redukuj na walory Millennium i naszą 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 4,60 PLN.

Millennium podpisał umowę pożyczki na 35 mln EUR z EBOiR

W dniu 1 grudnia, Millennium zawarło umowę 5-letniej pożyczki na 35 mln EUR z Europejskim Bankiem Odbudowy i Rozwoju, w ramach wdrażanego aktualnie w Polsce przez EBRD projektu PolSEFF (Poland Sustainable Energy Financing Facility). Środki pozyskane w ramach pożyczki przeznaczone zostaną na finansowanie przez bank projektów klientów sektora małych i średnich przedsiębiorstw, zmniejszających zużycie energii lub rozwój energii odnawialnej, obejmujących m.in. inwestycje komercyjne zmniejszające zużycie energii, inwestycje podnoszące efektywność energetyczną budynków komercyjnych lub rozwiązania z wykorzystaniem energii odnawialnej dla budynków komercyjnych (produkcyjnych i administracyjnych) oraz produkcję energii odnawialnej na małą skalę.

Fitch obniżył ratingi dla Millennium

Agencja Fitch obniżyła długoterminowy rating (IDR) Millennium do "BBB" z "A-" (perspektywa ratingu jest negatywna), krótkoterminowy rating do „F3” z „F2”, rating wsparcia do „2” z „1” oraz długoterminowy rating krajowy do "A(pol)" z "AA(pol)". Rating indywidualny został utrzymany na poziomie "C/D". Obniżenie ratingu Millennium jest następstwem obniżenia ratingu Banco Comercial Portugues.



Pekao (Sprzedaj)

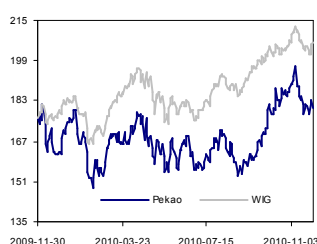
Cena bieżąca: 180,2 PLN Cena docelowa: 145 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-05

(m ln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	4 509,5	3 802,3	-15,7%	4 143,4	9,0%	4 359,8	5,2%	Liczba akcji (mln)	262,3
Marża odsetkow a	3,5%	2,9%		3,1%		3,2%		MC (cena bieżąca)	47 273,3
WNDB	7 685,8	7 062,5	-8,1%	7 259,6	2,8%	7 666,4	5,6%	Free float	40,8%
Wynik operacyjny*	4 480,5	3 467,0	-22,6%	3 674,5	6,0%	3 982,0	8,4%		
Zysk brutto	4 346,0	2 997,5	-31,0%	3 213,9	7,2%	3 587,5	11,6%		
Zysk netto	3 528,0	2 411,7	-31,6%	2 584,0	7,1%	2 897,2	12,1%		
ROE	23,0%	14,1%		13,4%		13,8%		Zmiana ceny: 1m	-4,1%
P/E	13,4	19,6		18,3		16,3		Zmiana ceny: 6m	10,2%
P/BV	3,0	2,6		2,3		2,2		Zmiana ceny: 12m	2,9%
DPS	9,6	0,0		2,9		5,9		Max (52 tyg.)	196,5
Dyild (%)	5,3	0,0		1,6		3,3		Min (52 tyg.)	148,3

* przed kosztami rezerw



Pekao pozostaje najdroższym polskim bankiem i najmniej preferowaną przez nas ekspozycją w sektorze. W oparciu o naszą prognozę zysków netto w 2011 na poziomie 2,9 mld PLN, bank jest wyceniany na 16,3x P/E – 14% powyżej średniej dla spółek porównywalnych. W naszej opinii, bieżąca cena rynkowa dyskontuje zwrot z kapitału nadwyżkowego (szacowanego na ponad 5,6 mld PLN, współczynnik wypłacalności 12%), który znacząco przekracza możliwości osiągalne obecnie na rynku. Szacujemy, że rynek wbudowuje w wycenę Pekao zwrot na kapitale nadwyżkowym na poziomie powyżej 20% względem naszego założenia ok. 4% (stopa międzybankowa). W naszej opinii, obecnie na sprzedaż nie jest wystawione aktywo, które zarówno swoim rozmiarem jak i potencjałem poprawy rentowności dawałoby możliwość wygenerowania wartości dodanej zapewniającą taki zwrot na kapitale. Podtrzymujemy rekomendację sprzedaż i 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 145 PLN.

Neutralny zysk netto na poziomie 660 mln PLN

Pekao zaraportowało neutralne wyniki za 3Q 2010 z zyskiem netto na poziomie 660 mln PLN (+7% Q/Q i +6% R/R), tylko 2% powyżej naszych (649 mln PLN) i rynkowych (644 mln PLN) oczekiwań. Bank poinformował, że wynik prowizyjny był zawyżony o 18 mln PLN, ze względu na jednorazowy przychód od zewnętrznych brokerów. Wynik netto skorygowany o transakcję jednorazową wyniósłby ok. 645 mln PLN i byłby dokładnie zgodny z naszymi oczekiwaniami. Lepszy niż prognozowany wynik handlowy został prawie w całości zrekompensowany gorszym niż oczekiwanym wynikiem prowizyjnym. Wynik odsetkowy (+3% Q/Q) był zgodny z naszymi oczekiwaniami. Marża odsetkowa pozostała prawie na niezmiennym poziomie, gdyż lepsza marża kredytowa (poprawiająca się struktura aktywów) została zneutralizowana przez presję na marżę depozytową (znaczący wzrost depozytów od niebankowych instytucji finansowych). Wynik prowizyjny (płasko Q/Q) był słaby. 13% Q/Q wzrost na przychodach od kredytów został całkowicie zneutralizowany przez 13% spadek przychodów z kart. Wynik handlowy (+14% Q/Q) był jedynym pozytywnie zaskakującym czynnikiem w przychodach. Jego poziom był najwyższy od 2Q 2009. Zarówno koszty operacyjne (+2% Q/Q) jak i saldo rezerw (-2% Q/Q) były zgodne z naszymi oczekiwaniami.

Pekao chce wypłacić 70-80% zysku z 2010 w formie dywidendy

Pekao zapowiedziało, że chce wypłacić 70-80% zysku za 2010 w formie dywidendy. W naszych prognozach ostrożnie założyliśmy, że bank wypłaci tylko 60% zysku netto za 2010 w formie dywidendy, po tym jak rok wcześniej zdecydował się tylko na wypłatę w wysokości 32%. Wskaźnik wypłaty dywidendy na poziomie 70-80% implikuje dywidendę w przedziale 6,9-7,9 PLN na akcję i stopę dywidendy na poziomie 3,6-4,1%.

Pekao chce brać udział w konsolidacji polskiego sektora bankowego

Zarząd Pekao potwierdził wcześniejsze zapowiedzi, że bank jest gotowy wziąć udział w konsolidacji polskiego sektora bankowego. Naszym zdaniem, Pekao zdecydowanie stać na zakup innego banku. Jego współczynnik wypłacalności po 3Q 2010 wyniósł aż 18,0%, pomimo tego, że zysk wypracowany w 1H 2010 nie został zaliczony do kapitału regulacyjnego. Szacujemy, że Pekao obecnie ma ok. 5,6 mld PLN kapitału nadwyżkowego (ponad 12% współczynnika wypłacalności). Nie mniej jednak, obecnie na rynku brakuje podmiotów odpowiednio dużych, które mogłyby być potencjalnie w kręgu zainteresowania Pekao.

Pekao chce wyjść z rynku ukraińskiego

Pekao zapowiedziało, że podjęło strategiczną decyzję o wyjściu z rynku ukraińskiego. Rozważana jest sprzedaż lub wyjście w inny sposób. Nie jest dla nas zaskoczeniem, że Pekao



chce wyjść z tej inwestycji. Niemniej jednak, uważamy, że sprzedaż takiego aktywa może być dość trudna. Alternatywą jest sprzedaż banku do spółki matki, która posiada drugi, znacznie większy bank na Ukrainie.

Xelion zakończy rok na plusie, pierwszy raz od 2003

Xelion, spółka w 50% zależna od Pekao, po raz pierwszy od 2003 zakończy rok z zyskiem netto, poinformował *Parkiet*. Po trzech kwartałach 2010, spółka wygenerowała 0,8 mln PLN zysku netto, w tym 0,4 mln PLN w samym 3Q 2010. Według Prezesa Xelion'a, Adama Niewińskiego, ostatni kwartał ma być lepszy niż wynik 3Q 2010. Xelion.Doradcy Finansowi zajmuje się zarządzaniem majątkiem zamożnych ludzi. Obecna wartość aktywów w zarządzaniu wynosi ok. 1,5 mld PLN.



PKO BP (Akumuluj)

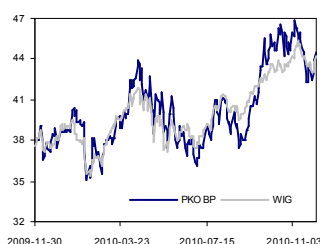
Cena bieżąca: 44,46 PLN Cena docelowa: 51 PLN

Analityk: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-10

(m ln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	6 127,3	5 051,2	-17,6%	6 529,7	29,3%	7 465,4	14,3%	Liczba akcji (mln)	1 250,0
Marża odsetkow a	5,0%	3,5%		4,0%		4,2%		MC (cena bieżąca)	55 575,0
WNDB	9 096,7	8 607,0	-5,4%	10 044,4	16,7%	11 094,1	10,5%	Free float	48,8%
Wynik operacyjny*	5 092,1	4 624,0	-9,2%	5 990,2	29,5%	6 789,0	13,3%		
Zysk brutto	3 977,3	2 943,3	-26,0%	4 070,3	38,3%	5 270,4	29,5%		
Zysk netto	3 120,7	2 305,5	-26,1%	3 197,9	38,7%	4 140,4	29,5%		
ROE	24,1%	13,4%		15,3%		18,2%		Zmiana ceny: 1m	-3,1%
P/E	14,2	24,1		17,4		13,4		Zmiana ceny: 6m	14,0%
P/BV	3,2	2,7		2,6		2,3		Zmiana ceny: 12m	16,7%
DPS	1,1	1,0		1,9		1,0		Max (52 tyg.)	46,8
Dyld (%)	2,5	2,2		4,3		2,3		Min (52 tyg.)	35,1

* przed kosztami rezerw



PKO BP jest naszą preferowaną ekspozycją w sektorze bankowym. Nasza 9-miesięczna cena docelowa na poziomie 51 PLN daje 15% potencjał wzrostu i w konsekwencji implikuje rekomendację akumuluj. Uważamy, że obecne tempo tworzenia rezerw jest konserwatywne i znacząco spowolni w 2011 roku. Oczekujemy spadku kosztów ryzyka z 155pb. w tym roku do 111pb. w roku następnym. Chociaż obecny poziom wskaźnika pokrycia kredytów z utratą wartości przez rezerwy wydaje się być niski (42,3%), zwracamy uwagę, że to wynika z bardzo restrykcyjnej definicji kredytów z utratą wartości. Tylko 41% kredytów z utratą wartości stanowią kredyty z opóźnieniem w spłacie powyżej 90 dni. Teoretyczna wartość wskaźnika pokrycia policzona tylko na kredytach z opóźnieniem w spłacie powyżej 90 dni wyniosłaby ok. 107% (dane jednostkowe). Na naszej prognozie zysku netto na 2011 na poziomie 4 140 mln PLN, PKO BP wyceniane jest na 13,4x P/E, z 9% dyskontem do średniej spółek porównywalnych oraz z 18% poniżej wyceny Pekao.

PKO BP sprzedaje wierzytelności wobec Lehman Brothers

Zgodnie z doniesieniami prasowymi PKO BP wystawił na sprzedaż wierzytelności, między innymi wobec Lehman Brothers. Ich wartość wynosi 9,7 mln PLN i została w pełni wyrezerwowana w 3Q 2008.

Miesięczna sprzedaż kredytów korporacyjnych w 4Q utrzymana na poziomie ponad 1 mld PLN

Wiceprezes PKO BP, Jarosław Myjak, poinformował, że w 4Q 2010 bank utrzyma miesięczną sprzedaż kredytów korporacyjnych na poziomie 1,0-1,5 mld PLN.

Ubezpieczyciele

Ceny ubezpieczeń majątkowych będą dalej rosły w 2011

Parkiet poinformował, że dziewięć z dziesięciu największych zakładów ubezpieczeń majątkowych po dziewięciu miesiącach 2010 osiągnęło skumulowaną stratę netto na poziomie 19,6 mln PLN (Generali nie podało wyników finansowych). Zysk netto tych dziewięciu zakładów po dziewięciu miesiącach 2009 wyniósł 1 074 mln PLN, czyli zmiana R/R sięgnęła poziomu 1 095 mln PLN. Pogorszenie wyniku nastąpiło we wszystkich spółkach, oprócz InterRisk, który poprawił swój wynik o 0,9 mln PLN. *Dziennik* zwraca uwagę, że wynik za 2010 może być najgorszy od 1997, kiedy to ubezpieczyciele ucierpieli na skutek powodzi. W konsekwencji, chociaż ceny ubezpieczeń majątkowych (w szczególności komunikacyjnych) wzrastały w ciągu 2010, najprawdopodobniej będą rosły dalej w 2011.



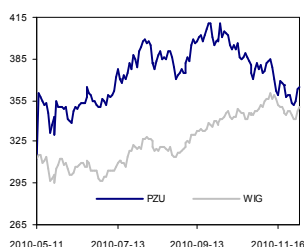
PZU (Zawieszona)

Cena bieżąca: 363,9 PLN Cena docelowa: -

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2010-08-04

(m ln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Składka brutto:	14 563,1	14 362,7	-1,4%	14 503,7	1,0%	15 281,9	5,4%	Liczba akcji (mln)	86,4
majątkow a	8 433,0	8 021,9	-4,9%	7 781,8	-3,0%	8 158,2	4,8%	MC (cena bieżąca)	31 423,6
życiow a	6 130,2	6 340,8	3,4%	6 340,8	0,0%	6 721,9	6,0%	Free float	37,7%
Przychody ogółem	15 203,5	18 295,1	20,3%	17 063,1	-6,7%	17 992,2	5,4%		
Zysk brutto	2 347,5	4 535,9	93,2%	2 783,7	-38,6%	3 310,5	18,9%		
Zysk netto	2 329,7	3 762,9	61,5%	2 261,0	-39,9%	2 690,1	19,0%		
ROE	12,5%	24,5%		19,7%		20,7%		Zmiana ceny: 1m	-4,4%
P/E	13,5	8,4		13,9		11,7		Zmiana ceny: 6m	4,0%
P/BV	1,6	2,8		2,5		2,2		Zmiana ceny: 12m	
DPS	0,0	0,0		10,9		11,8		Max (52 tyg.)	411,0
Dyid (%)	0,0	0,0		3,0		3,2		Min (52 tyg.)	312,5



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

Zysk za 3Q 2010 był zgodny z oczekiwaniami rynkowymi

PZU zaraportował zysk netto za 3Q 2010 w wysokości 704 mln PLN, co było zgodne z oczekiwaniami rynkowymi (698 mln PLN). Znacząca poprawa wyniku netto Q/Q (o 94%) netto wynikała z silnego wzrostu wyniku na działalności lokacyjnej (o 162% Q/Q do 925 mln PLN). Według naszych szacunków, grupa poniosła stratę na poziomie wyniku technicznego w wysokości 24 mln PLN (względem 52 mln PLN zysku w 2Q 2010), która wynikała głównie z 5% Q/Q wzrostu w odszkodowaniach i świadczeniach netto. Segment życiowy pozostał rentowny na poziomie technicznym (146 mln PLN w 3Q 2010, -55% Q/Q), podczas gdy segment majątkowy poniósł stratę z działalności ubezpieczeniowej (-125 mln PLN, -44% Q/Q).

W segmencie życiowym, składak przypisana brutto był utrzymana na poziomie zbliżonym do 2Q 2010, gdzie 4% spadek Q/Q w ubezpieczeniach grupowych został w pełni zniwelowany przez 2% wzrost Q/Q w ubezpieczeniach indywidualnych. Suma odszkodowań i świadczeń netto zmiany stanu rezerw techniczno-ubezpieczeniowych wzrosła o 17% Q/Q, co było spowodowane przez mniejszą wartość rozwiązywanych rezerw typu P (o 54% Q/Q lub o 121 mln PLN Q/Q) oraz przyspieszenie tempa zawiązywania rezerw techniczno-ubezpieczeniowych w ubezpieczeniach z funduszem kapitałowym. Koszty operacyjne spadły o 2% Q/Q, gdzie 7% wzrost Q/Q w kosztach akwizycji został więcej niż zrekompensowany przez spadek kosztów administracyjnych (-8% Q/Q).

W segmencie majątkowym, składka przypisana brutto wzrosła o 5% Q/Q, głównie z powodu wzrostu sprzedaży ubezpieczeń komunikacyjnych dla klienta masowego. W tym samym czasie, odszkodowania i świadczenia netto spadły o 3% Q/Q, po tym jak kwartał wcześniej spółka poniosła straty związane z powodzią (239 mln PLN). Koszty operacyjne spadły o 5% Q/Q dzięki kontroli kosztów administracyjnych (-15% Q/Q).

Bardzo dobry wynik na działalności lokacyjnej (+162% Q/Q) wynikał z zysku z tytułu wyceny do wartości godziwej aktywów i zobowiązań (zmiana o 722 mln PLN Q/Q). Był to efekt zarówno pozytywnej wyceny aktywów kapitałowych (wynikający z wzrostu rynku akcji) jak i dłużnych (wynikający ze spadku rentowności papierów dłużnych). W konsekwencji stopa inwestycyjna netto poprawił się o 515pb. Q/Q do 8,16%.

PZU wypłaci dywidendę w przedziale 25-45% zysku netto

Prezes PZU, Andrzej Klesyk, poinformował, że spółka planuje wypłacenie dywidendy za 2010 a jej wysokość będzie się mieściła we wcześniej podanym przedziale 25-45% skonsolidowanego zysku netto. Dodał, że jeżeli spółka nie przeprowadzi akwizycji, to wysokość dywidendy będzie bliższa górnej granicy widełek. Klesyk podtrzymał, że będzie rozmawiał z Radą Nadzorczą na temat możliwości przeznaczenia na dywidendę większej części zysków w przyszłości.

Wpływ restrukturyzacji zatrudnienia będzie w pełni widoczny od 2Q 2011

Wiceprezes PZU, Przemysław Dąbrowski, poinformował, że pozytywny wpływ przeprowadzanej w 2010 restrukturyzacji zatrudnienia będzie widoczny w pełni od 2Q 2011. W 2010 roku w ramach pierwszego etapu optymalizacji zatrudnienia PZU zredukowało zatrudnienie o 2079 etatów. Przedstawiciele PZU poinformowali, że w latach 2011 i 2012 planowana jest dalsza restrukturyzacja. W 2009 roku PZU zawiązało rezerwę w wysokości 150 mln PLN na koszty restrukturyzacji. Tymczasem łączne koszty z tytułu restrukturyzacji poniesione przez PZU i PZU Życie w okresie pierwszych trzech kwartałów 2010 roku wyniosły 71,4 mln PLN.

Eureko sprzedało 13,0% kapitału w PZU

Eureko poinformowało, że sprzedało wszystkie posiadane akcje PZU, 11,2 mln, uprawniające



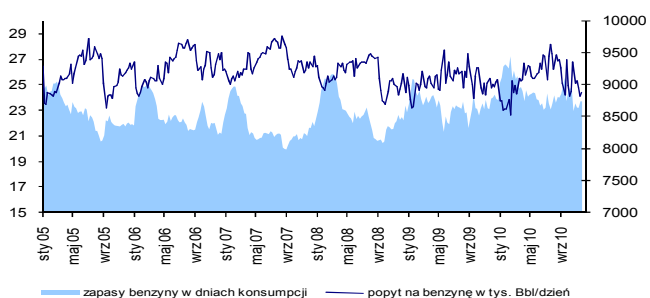
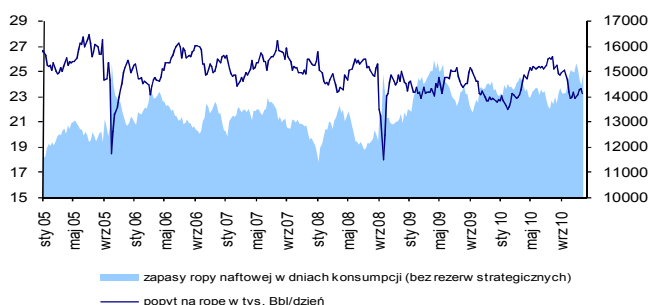
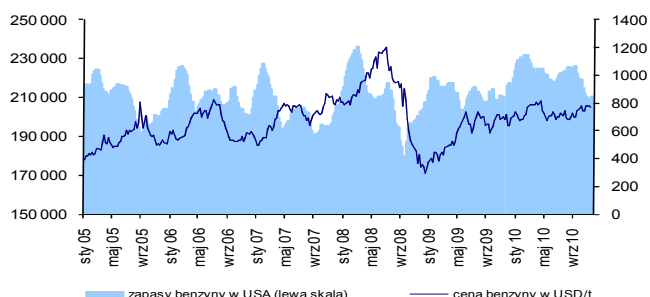
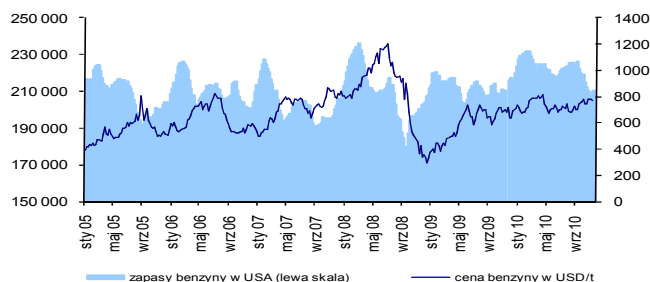
do 13,0% głosów na WZA spółki. Sprzedaż nastąpiła w trybie budowy przyspieszonej księgi popytu i była skierowana do inwestorów instytucjonalnych. Zgodnie z doniesieniami prasowymi cena sprzedaży wyniosła 365 PLN za akcję, czyli tylko 1% poniżej ceny rynkowej z dnia poprzedniego. Zgodnie z umową zawartą między Eureko a Skarbem Państwa w październiku 2009, fakt sprzedaży akcji przez Eureko skraca obowiązujący do końca 2011 „lock-up” na akcje należące do Skarbu Państwa do 6 miesięcy (czyli do maja 2011).

Paliwa, chemia

Perspektywa dla amerykańskiego rynku paliw bez zmian

W listopadzie dane z amerykańskiego rynku paliwowego w ujęciu średnim były podobne do tych z października, ale o ile w poprzednim miesiącu w kolejnych tygodniach odczyty były coraz bardziej optymistyczne, to w tym było zupełnie odwrotnie. Popyt na benzynę ulegał systematycznemu osłabieniu i w konsekwencji w porównaniu do listopada 2009 roku notowane są już ujemne dynamiki. Słabnie również popyt na średnie destylaty, co po kilku tygodniach większego optymizmu, skłoniło amerykańskie rafinerie do obniżenia poziomu wykorzystania mocy przerobowych. Pod koniec miesiąca wygasł prawdopodobnie impuls popytowy z Chin spowodowany wprowadzeniem ograniczeń w konsumpcji energii i zastępowaniem prądu sieciowego własną produkcją na bazie oleju opałowego. Podtrzymujemy naszą opinię, iż słaby popyt końcowy w krajach rozwiniętych będzie główną przyczyną presji na marże rafinerijne w przyszłym roku w kontekście uruchamiania nowych mocy przerobowych. Zwracamy uwagę, że wysokie dynamiki w krajach azjatyckich nie są w stanie odmienić fundamentów na tym rynku, gdyż przykładowo Chiny w globalnym popycie na średnie destylaty stanowią tylko niecałe 11%, a w przypadku benzyny 8%.

Zapasy ropy i benzyny w USA



Źródło: opracowanie DI BRE na podstawie Departamentu Energii



Ciech (Kupuj)

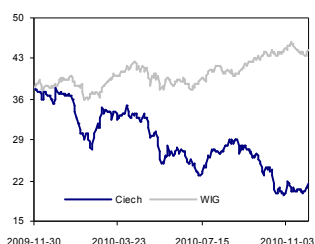
Cena bieżąca: 21,59 PLN

Cena docelowa: 34,5 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-08-23

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 787,1	3 684,2	-2,7%	4 062,5	10,3%	4 370,4	7,6%	Liczba akcji (mIn)	28,0
EBITDA	449,9	365,1	-18,9%	394,7	8,1%	499,1	26,5%	MC (cena bieżąca)	604,5
marża EBITDA	11,9%	9,9%		9,7%		11,4%		EV (cena bieżąca)	2 191,4
EBIT	246,7	135,0	-45,3%	165,9	22,9%	258,6	55,9%	Free float	35,6%
Zysk netto	-41,9	-85,5	103,9%	87,7		92,2	5,1%		
P/E				6,9		6,6		Zmiana ceny: 1m	8,1%
P/CE	3,7	4,2		1,9		1,8		Zmiana ceny: 6m	-20,3%
P/BV	0,7	0,7		0,7		0,6		Zmiana ceny: 12m	-42,3%
EV/EBITDA	5,0	6,0		5,6		4,3		Max (52 tyg.)	38,0
Dyid (%)	9,6	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	19,5



Po załamaniu kursu w październiku związanym przede wszystkim z zapowiedzią emisji akcji, ubiegły miesiąc przyniósł lekkie odbicie w notowaniach Ciechu. W naszej opinii inwestorzy przykładają zbyt duże dyskonto na planowaną ofertę akcji, gdyż poprzez mechanizm prawa poboru i spodziewane odkupienie praw przysługujących MSP przez EBOR nie powinna ona stanowić już obciążenia dla kursu. Wyniki za 3Q w segmencie sodowym potwierdziły naszym zdaniem znaczny potencjał poprawy rezultatów w przyszłym roku, kiedy to oczekujemy około 7-8% podwyżki cen tego kluczowego produktu. Dodatkowym wsparciem dla notowań powinna być zbliżająca się finalizacja dużych dezinvestycji. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

3Q nominalnie zgodny z oczekiwaniami- zaskakująco dobry wynik sody

W 3Q'2010 Ciech wypracował 13,3 mln PLN zysku operacyjnego, co plasuje się nieco poniżej naszej prognozy i nieco powyżej rynkowego konsensusu. Zaskoczenie pojawia się natomiast w rozbiciu tych rezultatów na poszczególne segmenty. Bardzo dobry wynik w kontekście poprzednich okresów raportuje obszar sodowy (oczyszczony EBIT o saldo na pozostałej działalności operacyjnej wyniósł 25,2 mln PLN wobec -13 mln PLN w poprzednim kwartale i +4,4 mln PLN w 1Q tego roku). Prawdopodobnie jest to efekt poprawy rezultatów w Govorze (prawdopodobnie wzrost cen spotowych po podwyżce przeprowadzonej przez producenta z Turcji i spadek kosztów remontowych), która w poprzednim okresie obciążała wynik stratą -19 mln PLN, a także wzrostu wolumenów. W przypadku agrochemii i organiki analiza wyników jest niemożliwa, gdyż Spółka dokonała przeklasyfikowania kategorii środków ochrony roślin z pierwszego do drugiego segmentu. Wszystko wskazuje jednak na to, że organika ze względu na przerwę instalacji TDI wypracowała wynik gorszy od naszych założeń. Obecnie w segmencie agrochemicznym pozostają już tylko Alwernia oraz Fosfory, które w pierwszych trzech kwartałach wypracowały razem 33 mln PLN EBITDA. Na działalności finansowej ujemne saldo było większe niż zakładaliśmy (-47,9 mln PLN vs. -43,4 mln PLN), co może wynikać z niedoszacowania kosztów opłaty dla banków za standstill i złamanie kowenatów.



Lotos (Redukuj)

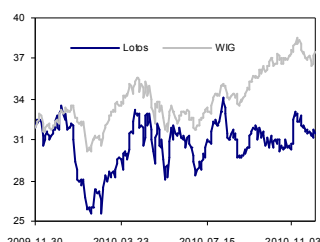
Cena bieżąca: 31,5 PLN

Cena docelowa: 28,4 PLN

Analitik: Kamil Kliszc

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-09

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	16 294,7	14 321,0	-12,1%	18 898,0	32,0%	25 514,4	35,0%	Liczba akcji (mIn)	129,9
EBITDA	169,2	704,6	316,5%	1 106,4	57,0%	1 809,3	63,5%	MC (cena bieżąca)	4 091,0
marża EBITDA	1,0%	4,9%		5,9%		7,1%		EV (cena bieżąca)	10 090,9
EBIT	-145,8	419,8		683,1	62,7%	1 060,3	55,2%	Free float	46,8%
Zysk netto	-453,5	900,8		759,8	-15,6%	505,0	-33,5%		
P/E		4,5		5,4		8,1		Zmiana ceny: 1m	2,7%
P/CE		3,5		3,5		3,3		Zmiana ceny: 6m	-1,1%
P/BV	0,7	0,6		0,6		0,5		Zmiana ceny: 12m	-3,1%
EV/EBITDA	42,5	13,4		9,1		5,6		Max (52 tyg.)	34,1
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	25,5



Bardzo dobre wyniki za 3Q wywołały znacznąwyżkę kursu Lotosu i podniosły oczekiwania na kolejne okresy, w których nastąpi pełna utylizacja instalacji 10+. Uważamy, że budowanie prognoz tylko na ostatnim kwartale przy dotychczasowej wysokiej zmienności zysków jest ryzykowne, a przy nadal niepewnej sytuacji w sektorze rafineryjnym (zwracamy też uwagę na możliwość zaostrzenia konkurencji w kraju i presję na wysoka obecnie premię lądową) najbliższe lata, w których pojawiają się stałe płatności kredytowe, mogą być dla Lotosu okresem niełatwym. Niskie wskaźniki P/E nie są do końca miarodajne ze względu na dużą wrażliwość na kurs USD/PLN (+/-10groszy = +/- 200 mln PLN zysku brutto). Utrzymujemy rekomendację redukuj.

Ministerstwo zaprasza do prywatyzacji

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

SOCAR chętny na zakup Lotosu

Według prasowych doniesień azerski koncern naftowy SOCAR jest zainteresowany udziałem w prywatyzacji Lotosu. W listopadzie z władzami Azerbejdżanu spotykał się Wicepremier Waldemar Pawlak, a wcześniej odbyło się spotkanie szefów obydwu firm.

NWZA Petrobalticu w sprawie Geonafty

Zarząd Petrobalticu zwołał na 21 grudnia NWZA, na którym akcjonariusze mają zdecydować o przejęciu pełnej kontroli nad Geonaftą, w której dzisiaj Spółka posiada 40,59% akcji (wartość bilansowa tego pakietu to 88,2 mln PLN). Potwierdzone zasoby ropy litewskiej spółki to 9,2 mln baryłek, a cena za większościowy pakiet ma być zbliżona do wartości dywidend jakie Lotos otrzymał od Geonafty w latach 2000-09 (136 mln PLN). W 2009 roku Geonafta wydobyla około 136 tys. ton surowca, a jej zysk netto sięgnął 20 mln PLN (rok wcześniej dzięki wyższym cenom ropy spółka zarobiła 62 mln PLN). Zasoby 2P litewskiej spółki wynoszą 1,25 mln ton wobec 4,7 mln ton raportowanych przez Petrobaltic (tylko Morze Bałtyckie). Sugerowana wycena tych aktywów na poziomie 220 mln PLN (Zarząd w prasie zapowiadał, że cena będzie zbliżona do wartości otrzymanych od tego podmiotu dywidend w latach 2000-09) implikowałaby więc wskaźnik EV/2P na 7,3 USD/Bbl, co nie wydaje się przesadzone, aczkolwiek ważne będą też kwestie związane z koncesjami, opłatami ekologicznymi i polityką rezerw tego podmiotu.

Strategia rozwoju na lata 2011-15

Zaprezentowaną strategię Grupy Lotos na lata 2011-15 oceniamy neutralnie i obecnie nie stanowi ona podstawy do weryfikacji naszych prognoz i założeń przedstawionych w ostatnim raporcie analitycznym. Występują co prawda znaczące odchylenia jeśli chodzi o planowany poziom wydobycia (w 2015 roku 1,2 mln ton vs. zakładane 0,7 mln ton) i nakładów inwestycyjnych w tym segmencie (3,9 mld PLN vs. 1,3 mld PLN), ale wynikają one z zakładanych akwizycji gotowych projektów produkcyjnych, których na ten moment nie można ocenić. Cel rentowności EBITDA (co najmniej 9%) choć wyższy od naszych szacunków (8,2%) również niewiele mówi z uwagi na prawdopodobną inną strukturę wyników (większy udział upstreamu w związku z wyższą produkcją) oraz bardziej optymistyczne założenia dotyczące dyferencjału Ural/Brent i kursu USD/PLN. Zwracamy uwagę, że realizacja znacznie wyższych



nakładów inwestycyjnych w obszarze wydobywczym będzie wymagała pozyskania finansowania dłużnego bądź emisji akcji w Petrobalticu, gdyż naszym zdaniem nie uda się tego sfinansować bieżącymi przepływami operacyjnymi, tym bardziej że od 2011 roku pojawią się już sztywne płatności z tytułu kredytu na program 10+.



PGNiG (Kupuj)

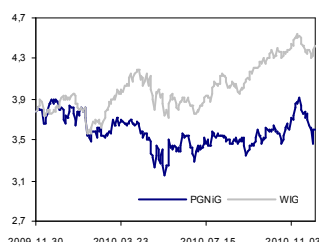
Cena bieżąca: 3,61 PLN

Cena docelowa: 4,4 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-03

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	18 432,0	19 290,4	4,7%	21 492,9	11,4%	23 126,7	7,6%	Liczba akcji (mln)	5 900,0
EBITDA	2 225,6	2 830,0	27,2%	3 712,9	31,2%	4 097,1	10,4%	MC (cena bieżąca)	21 299,0
marża EBITDA	12,1%	14,7%		17,3%		17,7%		EV (cena bieżąca)	23 016,4
EBIT	800,7	1 333,8	66,6%	2 249,1	68,6%	2 453,4	9,1%	Free float	15,0%
Zysk netto	865,3	1 202,0	38,9%	1 927,2	60,3%	1 733,7	-10,0%		
P/E	24,6	17,7		11,1		12,3		Zmiana ceny: 1m	-2,7%
P/CE	9,3	7,9		6,3		6,3		Zmiana ceny: 6m	6,5%
P/BV	1,0	1,0		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	-5,0%
EV/EBITDA	9,3	7,8		6,2		6,2		Max (52 tyg.)	3,9
Dyid (%)	5,3	0,7		2,2		3,6		Min (52 tyg.)	3,2



Bardzo dobre wyniki 3Q, szczególnie w segmentach obrotu i dystrybucji, pozytywnie nastrajają na kolejny kwartał i wpłyną zapewne na znaczny wzrost konsensusu rynkowego na ten rok. W naszej opinii ryzyko obniżki taryfy jest obecnie przeceniane, a wypowiedź Zarządu w tej sprawie powinna być odczytywana raczej jako dyskusja z Regulatorem. Potwierdza to ostatnie oświadczenie Spółki o wydłużeniu analiz taryfowych w kontekście wysokiej zmienności na rynku walutowym. Nasze prognozy wyników oceniamy jako konserwatywne i nawet przy obecnym kursie USD/PLN nie są one zagrożone. Ostatnie osłabienie kursu akcji skłania nas do podwyższenia rekomendacji z akumuluj na kupuj.

Wyniki 3Q znacznie powyżej oczekiwań

Wyniki kwartalne PGNiG okazały się znacznie wyższe od naszych oczekiwań i konsensusu rynkowego na wszystkich poziomach zysków. Wynik operacyjny wyniósł 340 mln PLN wobec zakładanych przez nas 195 mln PLN, a głównym powodem tego odchylenia jest znacznie lepszy rezultat segmentu wydobywczego, który sięgnął 246 mln PLN wobec prognozy 183 mln PLN mimo nieco niższego wolumenu sprzedaży ropy. Tak duża różnica to efekt istotnie niższych odpisów na nieudane odwierty (-22 mln PLN podczas gdy my założyliśmy konserwatywnie -100 mln PLN). Lepszy od oczekiwań okazał się także EBIT w obszarze obrotu, gdzie Spółka wypracowała 83,5 mln PLN zysku, a my oczekiwaliśmy 24 mln PLN. Odchylenie przy podobnym do zakładanego wolumenu sprzedaży (2,4 mld m³) prawdopodobnie wynika z korzystniejszej struktury koszyka gazu (więcej gazu krajowego w koszyku). Niższą niż zakładaliśmy stratę operacyjną zanotował segment dystrybucji (-2,4 mln PLN vs. -12,2 mln PLN), co pozytywnie nastraja na 4Q w związku z sezonowym wzrostem przesyłanego surowca. Dodatkowym wsparciem dla skonsolidowanego EBIT okazał się również segment pozostałe (usługi projektowania, produkcji maszyn dla urządzeń i obiektów gazowniczych oraz górnictwa naftowego), który wypracował 17 mln PLN vs. 14 mln PLN rok wcześniej. Na działalności finansowej saldo było lekko dodatnie (28 mln PLN), podczas gdy my zakładaliśmy że będzie neutralne. W 3Q Spółka zaksięgowwała tylko 23 mln PLN podatku dochodowego (implikowana stopa podatkowa 6,3%), co wynika ze zwrotu podatku dla PGNiG Norway w kwocie 167 mln PLN.

Aneks do umowy z Gazpromem

Po podpisaniu umowy międzyrządowej PGNiG parafoowało aneks do kontraktu gazowego z Gazpromem, który przewiduje zwiększenie dostaw surowca w ramach uzupełnienia brakującej umowy z RosUkrEnergo. W 2010 roku wolumen został ustalony na 9,03 mld m³, w 2011 na 9,77 mld m³ oraz na 10,24 mld m³ na lata 2012-22. Zniesiona została klauzula o zakazie reeksportu rosyjskiego gazu, a dodatkowo uzgodniono mechanizm upustowy na lata 2010-14 dotyczący wolumenu odebranego ponad minimalne ilości roczne. PGNiG szacuje potencjalne oszczędności z tego tytułu na 200-250 mln USD. Szczególnie dobrą informacją, obok wyeliminowania ryzyka dostaw, jest wspomniany mechanizm upustowy. Oczywiście trudno w tej chwili uwzględniać jego efekty na lata 2011-14 (kwestia podejścia URE), ale nie jest wykluczone że Spółka odczuje pozytywnie efekt tego upustu za rok 2010. Minimalne ilości roczne wyznacza zapewne dolne ograniczenie formuły take or pay (niedawno minister Pawlak mówił, iż elastyczność kontraktu ma wynosić 15%), tak więc dla roku 2010 jest to około 7,7 mld m³ (szacujemy że po 3Q wolumen importu sięgnął 7,3 mld m³). Bazując na kalkulacjach PGNiG (200-250 mln USD) przy aktualnych cenach gazu można szacować jednostkowy upust na 1000 m³ gazu na około 26-33 USD, co implikuje oszczędności dla roku 2010 na poziomie 100-130 mln PLN, które powinny być widoczne w 4Q'10 bądź w 1Q'11 (poprzez korektę faktur za rok 2010).



PGNiG przesuwa decyzję w sprawie wniosku taryfowego

PGNiG poinformowało, że w związku z sytuacją na rynku walutowym wydłuża czas analiz dotyczących ewentualnego wniosku taryfowego. Wcześniej informowano, że decyzja w tej sprawie zapadnie na początku grudnia. Podtrzymujemy naszą opinię, iż proces taryfowy będzie się wydłużał a w obecnym otoczeniu makro URE brakuje argumentów za obniżeniem cennika. Kurs PGNiG negatywnie dyskutował już zapowiedź możliwej obniżki taryfy, a obecnie dodatkowo dyskutowuje osłabienie złotego. Zwracamy uwagę, że nie można zakładać iż te dwa negatywne czynniki wystąpią równocześnie. W naszych prognozach na 4Q zakładamy średni kurs USD/PLN na poziomie 2,90. Obecna średnia QTD wynosi 2,87, a w przypadku utrzymania się obecnego kursu może ona wzrosnąć do końca kwartału do 2,94. W tym kontekście nie widzimy zagrożenia dla naszych szacunków, tym bardziej że obserwowane obecnie niskie temperatury mogą przyczynić się do lepszego wyniku w segmencie dystrybucji. W naszych prognozach na rok 2011 przyjęty średni kurs USD/PLN to 3,1.



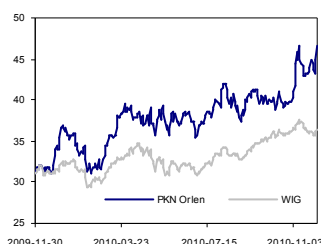
PKN Orlen (Redukuj)

Cena bieżąca: 46,49 PLN Cena docelowa: 40,7 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-03

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	79 533,0	67 928,0	-14,6%	82 211,0	21,0%	88 844,2	8,1%	Liczba akcji (mln)	427,7
EBITDA	888,4	3 665,0	312,5%	5 216,2	42,3%	4 956,1	-5,0%	MC (cena bieżąca)	19 884,2
marża EBITDA	1,1%	5,4%		6,3%		5,6%		EV (cena bieżąca)	32 508,0
EBIT	-1 603,0	1 097,0		2 730,4	148,9%	2 131,2	-21,9%	Free float	72,5%
Zysk netto	-2 505,2	1 308,7		2 126,7	62,5%	1 915,8	-9,9%		
P/E		15,2		9,3		10,4		Zmiana ceny: 1m	13,1%
P/CE		5,1		4,3		4,2		Zmiana ceny: 6m	25,0%
P/BV	1,1	1,0		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	47,6%
EV/EBITDA	39,6	9,0		6,2		6,7		Max (52 tyg.)	46,5
Dyid (%)	3,5	0,0		0,0		2,2		Min (52 tyg.)	31,0



Kurs Orleu od naszego ostatniego raportu wzrósł o 14%, w dużym stopniu na fali optymizmu na rynku ropy, dla którego nie widzimy uzasadnienia w obliczu napływających słabych fundamentalnych danych z rynków paliwowych w krajach rozwiniętych. Obok braku perspektywy poprawy warunków makro w sektorze, dostrzegamy ryzyko zaostrzenia konkurencji na krajowym rynku w związku z dążeniem Lotosu do uplasowania jak największej części wolumenu z nowej instalacji w Polsce po cenach uwzględniających wysoką premię łądową. Zwracamy także uwagę na wysoki udział zużyć własnych ropy na cele energetyczne w Płocku, co będzie wywierać presję na realizowane marże w przypadku utrzymania się obecnych cen surowca. Dodatkowo ostatnia wypowiedź Prezesa Orleu schładza pojawiające się oczekiwania dotyczące wysokiej dywidendy już w przyszłym roku, a w naszej opinii dodatkowym zagrożeniem dla takiego scenariusza mogą być akwizycje projektów wydobywczych i budowa elektrowni. Biorąc powyższe kwestie pod uwagę, zalecamy redukcję akcji Orleu.

MSP nie sprzedał resztki Anwilu

Ministerstwo Skarbu wystawiło na aukcji 26 listopada posiadany pakiet 5,56% akcji Anwilu z ceną wywoławczą 103,7 mln PLN. Cena wywoławcza implikowała wartość całej Grupy Anwilu na 1,86 mld PLN, co nie odbiega istotnie od naszej waluacji tych aktywów na poziomie 2 mld PLN. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami na aukcji nie pojawiły się żadne oferty, co jest zrozumiałe w kontekście całego czasu planowanej przez Orleu sprzedaży pakietu większościowego w tej spółce.

Orleu Deutschland kupił 56 stacji

Orleu Deutschland, operator 518 niemieckich stacji benzynowych Orleu działających pod marką Star, zakupił od OMV Deutschland 56 stacji paliwowych zlokalizowanych w Turynii i Saksonii. Nie podano wartości transakcji. Informacja neutralna ze względu na relatywnie niewielką skalę transakcji, którą można szacować na 70-90 mln PLN.



Police (Sprzedaj)

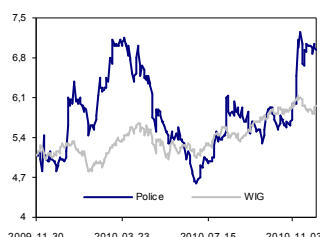
Cena bieżąca: 6,95 PLN

Cena docelowa: 5,5 PLN

Analitik: Kamil Kliszc

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-03

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 403,6	1 485,6	-38,2%	1 919,9	29,2%	2 168,7	13,0%	Liczba akcji (mIn)	75,0
EBITDA	230,1	-327,4		124,7		178,5	43,1%	MC (cena bieżąca)	521,3
marża EBITDA	9,6%	-22,0%		6,5%		8,2%		EV (cena bieżąca)	831,0
EBIT	164,0	-407,5		48,1		105,6	119,3%	Free float	26,2%
Zysk netto	28,7	-422,1		35,3		86,4	144,5%		
P/E	18,1			14,8		6,0		Zmiana ceny: 1m	15,8%
P/CE	5,5			4,7		3,3		Zmiana ceny: 6m	29,9%
P/BV	0,5	1,0		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	35,0%
EV/EBITDA	2,3			6,7		4,3		Max (52 tyg.)	7,3
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	4,6



Lepsze od oczekiwań wyniki za 3Q i zapowiedź wyjścia na plus w całym roku na poziomie jednostkowym wywołały entuzjazm inwestorów i wywindowały kurs do poziomu 7 PLN. Naszym zdaniem jest to przedwczesny optymizm, gdyż w przyszłym roku można spodziewać się presji na realizowane marże z uwagi na renegotjowanie cen podstawowych surowców przy braku potencjału do dalszych podwyżek cen produktów. Tym samym obecna waluacja Spółki (Kapitalizacja 520 mln PLN +208 mln PLN dług netto +120 mln PLN zobowiązania przeterminowane) wydaje się bardzo wymagająca. Obniżamy naszą rekomendację z trzymaj do sprzedaj.

Powyżej break even i powyżej prognoz

Police w 3Q'2010 zanotowały dodatni wynik operacyjny na poziomie 11,6 mln PLN, podczas gdy my zakładaliśmy, że Spółka zbliży się tylko do break even. Wolumen sprzedaży nawozów był zbliżony z naszymi założeniami, ale mimo to udało się wypracować wyższe o 10 mln PLN przychody, co prawdopodobnie wynika z większego udziału sprzedaży krajowej, a my zakładaliśmy że ze względu na martwy sezon Spółce uda się utrzymać sprzedaż q/q tylko dzięki mniej rentownej sprzedaży eksportowej (tymczasem udział eksportu spadł do 39% z 42% w pierwszym półroczu). W rozbiu segmentowym dywizja bieli tytanowej osiągnęła wynik operacyjny zbliżony do poprzedniego kwartału na poziomie 8 mln PLN, tak więc za odchylenie od prognoz odpowiada wspomniany wcześniej segment nawozowy, który wypracował 13 mln PLN zysku operacyjnego wobec 17 mln straty w 2Q'2010. Na poziomie działalności finansowej Police po uwzględnieniu zysków jednostek wycenianych metodą praw własności zanotowały ujemne saldo w wysokości -1,8 mln PLN, o którym zdecydowały prawdopodobnie koszt odsetkowe, w tym koszty odsetek od przeterminowanych zobowiązań wobec PGNiG. Dodatkowo wynik Spółki obciążyła pozycja dotycząca udziałów w jednostkach powiązanych (-6,3 mln PLN) i dlatego zysk netto wyniósł tylko 1,5 mln PLN. Na poziomie przepływów operacyjnych Police zanotowały ujemne saldo w wysokości -62 mln PLN, na które wpłynął przede wszystkim spadek zobowiązań handlowych. Raportowany dług netto wyniósł na koniec kwartału 208 mln PLN, ale należałoby do tego doliczyć jeszcze przeterminowane zobowiązania, które szacujemy na 120 mln PLN.

Oferta ZAP na Police

Zarząd Puław złożył warunkową ofertę w procesie prywatyzacyjnym Polic. ZAP chce kupić 7,5 mln akcji od MSP (10% kapitału) i wziąć udział w podwyższeniu kapitału, co pozwoli łącznie uzyskać do 33% w kapitale zakładowym tej spółki. Warunkiem jest przeprowadzenie wcześniejszej restrukturyzacji zadłużenia Polic. Przy założeniu rynkowej ceny, koszty przejęcia wspomnianych 33% udziałów mogłyby sięgnąć 230 mln PLN, ale na razie Spółka nie podała żadnych szczegółów przedstawionej oferty. Wynika z niej jednak to, że akcjonariusze Polic na razie nie mogą liczyć na ewentualne wezwanie. W przypadku realizacji tej transakcji można się jednak spodziewać wsparcia dla kursu z tytułu zaangażowania się inwestora branżowego, który ograniczy ryzyko.



ZA Puławy (Trzymaj)

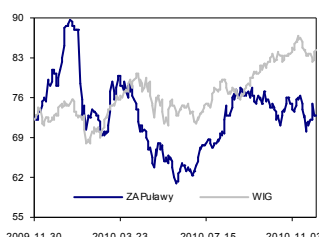
Cena bieżąca: 73 PLN

Cena docelowa: 72,05 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-01-06

(mIn PLN)	2008/09	2009/10P	zmiana	2010/11P	zmiana	2011/12P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 396,8	2 090,8	-12,8%	2 391,1	14,4%	2 848,6	19,1%	Liczba akcji (mIn)	19,1
EBITDA	407,2	85,9	-78,9%	200,9	133,9%	407,4	102,8%	MC (cena bieżąca)	1 395,4
marża EBITDA	17,0%	4,1%		8,4%		14,3%		EV (cena bieżąca)	1 411,0
EBIT	338,3	13,1	-96,1%	101,2	672,6%	282,4	179,0%	Free float	29,2%
Zysk netto	194,6	27,1	-86,1%	82,5	204,6%	226,9	174,9%		
P/E	7,2	51,5		16,9		6,1		Zmiana ceny: 1m	-1,4%
P/CE	5,3	14,0		7,7		4,0		Zmiana ceny: 6m	15,5%
P/BV	0,9	0,9		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	1,4%
EV/EBITDA	2,0	14,4		7,0		3,2		Max (52 tyg.)	89,5
Dyid (%)	5,9	13,9		1,2		1,5		Min (52 tyg.)	61,1



Wyniki za 1Q'2010/11 choć na pierwszy rzut oka wyglądają katastroficznie to po oczyszczeniu ich o jednorazowe koszty przeszacowania należności oraz efekt przeprowadzanego przestoju remontowego na instalacji mocznika, mogą stanowić podstawę do formułowania bardziej optymistycznych oczekiwań na kolejne kwartały. Szczególnie istotne w tym kontekście są przeprowadzone w październiku wysokie podwyżki cen nawozów azotowych na rynku krajowym, spodziewane przychody z jednostek ERU, a także ostateczne oddanie do użytku nowych mocy wytwórczych. Hamulcem dla notowań może być jednak złożona oferta na zakup akcji ZCH Police. Na razie utrzymujemy więc neutralną rekomendację.

Wyniki 1Q'2010/11 mocno poniżej oczekiwań

Wyniki ZAP za pierwszy kwartał roku obrotowego 2010/11 okazały się znacznie gorsze od naszych i rynkowych oczekiwań praktycznie na wszystkich poziomach rachunku zysków i strat. Przychody ze sprzedaży były niższe od naszych założeń o 46 mln PLN i to właśnie ten element poprzez mechanizm kosztów stałych stanowi główną przyczynę odchylenia na poziomie rentowności. Prawdopodobnie zbyt optymistycznie podeszliśmy do średnich cen realizowanych w segmencie nawozowym (ceny w kraju nie odzwierciedlały jeszcze w tym okresie rosnących benchmarków europejskich), a dodatkowo Spółka w większym stopniu niż oczekiwaliśmy odczuła przestoje remontowe na instalacji mocznika i melaminy. Niższa niż się spodziewaliśmy była także sprzedaż eksportowa RSM, mimo wydawałoby się bardzo sprzyjających cen. Dodatkowym obciążeniem na poziomie EBIT okazały się przeszacowania należności walutowych w związku z umocnieniem złotego, co znalazło odzwierciedlenie w wysokiej ujemnej pozycji kosztów nieprzypisanych w ujęciu segmentowym (-27 mln PLN), mimo dodatniego wpływu ze sprzedaży czerwonych certyfikatów (5 mln PLN). Na poziomie działalności finansowej saldo było dodatnie, ale mniejsze niż zakładaliśmy (3,2 mln PLN vs. 5,9 mln PLN) i ostatecznie po uwzględnieniu zwrotu podatku dochodowego strata netto wyniosła -38 mln PLN.

Oferta ZAP na Police

Zarząd Puław złożył warunkową ofertę w procesie prywatyzacyjnym Polic. ZAP chce kupić 7,5 mln akcji od MSP (10% kapitału) i wziąć udział w podwyższeniu kapitału, co pozwoli łącznie uzyskać do 33% w kapitale zakładowym tej spółki. Warunkiem jest przeprowadzenie wcześniejszej restrukturyzacji zadłużenia Polic. Przy założeniu rynkowej ceny, koszty przejęcia wspomnianych 33% udziałów mogłyby sięgnąć 230 mln PLN, ale na razie Spółka nie podała żadnych szczegółów przedstawionej oferty. Trudno na razie też interpretować warunek postawiony przez ZAP dotyczący wcześniejszej restrukturyzacji długu Polic (nie wiadomo jak miałyby do tego dojść). Z ostateczną oceną planów Zarządu należy się więc wstrzymać do opublikowania szczegółów tej transakcji, a te być może zgodnie z ostatnimi deklaracjami MSP poznamy do końca roku. Wydaje się jednak, że zarówno ze względu na ewidentne ryzyka związane z inwestycją w Police (bagaż długów i możliwa presja na marże w nawozach NPK poprzez wzrost cen soli potasowej i fosforów w przyszłym roku) oraz formułę przejęcia (brak pakietu kontrolnego) bardzo trudno będzie wygenerować wartość dodaną na tej transakcji.

Termin składania ofert minął

Z końcem listopada upłynął termin składania ofert w procesie prywatyzacji ZAP i Polic. MSP zdecydowało o nieujawnianiu liczby oraz nazw oferentów i w tej chwili będzie je analizować. Decyzje o wyborze potencjalnych inwestorów może zapaść jeszcze w grudniu. Wiadomo jedynie, że ofertę na Police złożyły Puławy, a zakupem ZAP jest zainteresowana spółka założona przez pracowników tego podmiotu. Według wypowiedzi jej Prezesa, zamierza ona kupić udziały MSP w ratach rozłożonych na 10 lat, które będzie finansować z dywidend z ZAP. Na razie nie znamy szczegółów oferty spółki pracowniczej, ale na pierwszy rzut oka może być



ona trudna do zaakceptowania ze względu na brak gwarancji sfinansowania tych płatności w kolejnych latach. Prezes tej Spółki sugerował w wywiadzie, że zaproponują cenę wyższą od rynkowej (naturalne jest chociażby uwzględnienie wartości pieniądza w czasie), co oznaczałoby płatność na rzecz MSP przekraczającą istotnie 700 mln PLN. Sfinansowanie tego z dywidend oznaczałoby, że średnio ZAP powinny wypłacać 140 mln PLN dywidendy rocznie (z tego 50% skierowane byłoby do tej spółki pracowniczej), co wydaje się mało realne.

Energetyka

WAAC w nowych taryfach dystrybucyjnych spadnie do 9,6%

Taruon przy okazji publikacji wyników poinformował, że URE zamierza od nowego roku zmienić nieco formułę kalkulacji średniego ważonego kosztu kapitału uwzględnianego w taryfach dystrybucyjnych. W związku z tym WACC spadnie z obecnych 10,5% do 9,6%. Prawdopodobnie nowy koszt kapitału będzie wyznaczony na tym poziomie do 2014 roku. Spadek WACC nie jest oczywiście dobrą informacją dla spółek energetycznych, ale zwracamy uwagę, że ten parametr będzie kluczowy dopiero po dojściu do pełnego wynagradzania WRA. Obecnie formuła przychodów taryfowych zakłada bowiem, że będą rosły 1,5% rocznie, a WACC będzie stosowany tylko do wyliczania zwrotu z inwestycji netto (dodatkowy capex ponad amortyzację). Warto zwrócić uwagę, że jednocześnie URE zdecyduje prawdopodobnie o zmniejszeniu różnicy między ceną energii na straty sieciowe uwzględnianą w taryfie, a realną rynkową ceną energii. W tym roku ta różnica wynosiła 20 PLN/MWh.

Popyt na energię +1,3% w październiku

Według danych PSE konsumpcja energii w październiku była wyższa w ujęciu r/r o 1,3%, co oznacza spadek dynamiki w relacji do poprzednich miesięcy (+3,7% we wrześniu i 4,2% YTD). Produkcja prądu była w tym miesiącu wyższa r/r o 1,6%, głównie za sprawą elektrowni na węgiel brunatny (+2%) i podwojenia produkcji w elektrowniach wiatrowych z 77 GWh do 153 GWh. Jeśli chodzi o zapotrzebowanie maksymalne odnotowane w październiku w szczycie wieczornym to było ono wyższe o 1,3% r/r. Spadek dynamiki wzrostu popytu w dużej mierze jest związany z rosnącą bazą. Przypominamy, że w ubiegłym roku październik był pierwszym miesiącem bez wysokiego spadku konsumpcji w relacji do 2008 roku. Popyt na energię w najbliższych miesiącach będzie pochodną pogody oraz produkcji przemysłowej.

Wzrosty taryfy G jednocyfrowe

Wiceprezes URE Marek Woszczyk zapowiedział, że wzrosty cen prądu dla gospodarstw domowych w 2011 roku będą jednocyfrowe i urząd będzie wymagał od spółek energetycznych korekty ich wniosków taryfowych, które zakładały wyższe podwyżki. Taki scenariusz był do przewidzenia i nie stanowi zaskoczenia.



CEZ (Trzymaj)

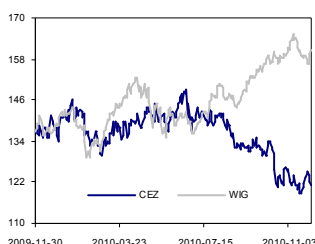
Cena bieżąca: 121 PLN

Cena docelowa: 129,5 PLN

Analitik: Kamil Kliszc

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-29

(mIn CZK)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	183 958,0	196 352,0	6,7%	198 726,0	1,2%	200 950,5	1,1%	Liczba akcji (mIn)	538,0
EBITDA	88 744,0	91 075,0	2,6%	88 200,3	-3,2%	86 396,5	-2,0%	MC (cena bieżąca)	65 096,8
marża EBITDA	48,2%	46,4%		44,4%		43,0%		EV (cena bieżąca)	90 556,0
EBIT	66 654,0	68 199,0	2,3%	64 895,3	-4,8%	61 787,1	-4,8%	Free float	29,3%
Zysk netto	46 510,0	51 547,0	10,8%	49 503,6	-4,0%	45 863,3	-7,4%		
P/E	9,6	7,9		8,2		8,9		Zmiana ceny: 1m	-3,6%
P/CE	6,5	5,5		5,6		5,8		Zmiana ceny: 6m	-16,0%
P/BV	2,6	2,0		1,8		1,7		Zmiana ceny: 12m	84,7%
EV/EBITDA	6,2	6,0		6,4		6,7		Max (52 tyg.)	148,8
Dyid (%)	5,3	6,5		7,0		6,7		Min (52 tyg.)	119,0



Notowania CEZ ucierpiały na skutek rządowych propozycji dotyczących zmian w systemie wsparcia energii solarnej, a także pomysłów na ograniczenie darmowych uprawnień dla sektora w ramach derogacji po 2012 roku. W dużym stopniu zamknęło to pozytywną dotychczas ekspozycję koncernu na ceny certyfikatów CO₂ i skłoniło nas do rewizji długoterminowych prognoz. Negatywny wpływ na wycenę tylko w części został zneutralizowany przez ogłoszone cięcia w nakładach inwestycyjnych. Przy obecnej cenie rynkowej nie widzimy już jednak potencjału do dalszych spadków kursu i utrzymujemy neutralną rekomendację, wyceniając akcje CEZ na 129,5 PLN. Zwracamy uwagę, że wsparciem dla notowań w nadal napiętym otoczeniu makro może być oczekiwana w przyszłym roku relatywnie wysoka na tle sektora stopa dywidendy przekraczająca 6,6%.

Wyniki powyżej oczekiwań i podtrzymana prognoza roczna

W 3Q'2010 CEZ wypracował aż 14,3 mld CZK zysku operacyjnego co plasuje się 14% powyżej naszych prognoz i 12,5% powyżej konsensusu. W rozbiciu segmentowym największe zaskoczenie pojawiło się w segmencie wytwórczym, gdzie prawdopodobnie z uwagi na wyższą produkcję w czeskich elektrowniach węglowych (8,4 TWh vs. zakładane 7,8 TWh) Spółka zanotowała EBIT o 1 mld CZK lepszy niż się spodziewaliśmy, mimo niższych przychodów z wyceny CO₂ (208 mln CZK vs. 700 mln CZK). Wpływ uruchomienia pierwszego etapu inwestycji wiatrowej w Rumunii nie był istotny. Lepiej od naszych prognoz wypadł również segment dystrybucji, gdzie EBIT wyniósł 1,9 mld CZK vs. oczekiwane 1,3 mld CZK, co prawdopodobnie jest efektem niższego negatywnego wpływu kosztów obowiązkowego zakupu energii solarnej. Wyższy od prognoz był również zysk w obszarze wydobywczym, co było bezpośrednio związane z wyższym wolumenem sprzedaży węgla przy wyższym zapotrzebowaniu elektrowni Grupy. Na poziomie działalności finansowej saldo było ujemne (-256 mln CZK), ale wyższe niż zakładaliśmy (-422 mln CZK) z uwagi na wyższe dodatnie różnice kursowe, przy zbliżonym do oczekiwań wpływie jednostek konsolidowanych metoda praw własności (+297 mln CZK vs. 342 mln CZK). Przepływy operacyjne wyniosły w 3Q 26 mld CZK, a więc były wyższe niż w poprzednich kwartałach tego roku, ale mimo tego dług netto uległ zwiększeniu do 138 mld CZK w związku z wypłatą 28 mld CZK dywidendy (capex wyniósł w tym okresie 22 mld CZK). Zarząd podtrzymał swoją roczną prognozę EBITDA na poziomie 88,7 mld CZK i 46,7 mld CZK zysku netto.



Enea (Redukuj)

Cena bieżąca: 23,5 PLN

Cena docelowa: 21,43 PLN

Analitik: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-03

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	6 157,8	7 167,3	16,4%	7 629,3	6,4%	7 882,6	3,3%	Liczba akcji (mln)	441,4
EBITDA	882,7	1 167,0	32,2%	1 371,6	17,5%	1 417,3	3,3%	MC (cena bieżąca)	10 373,9
marża EBITDA	14,3%	16,3%		18,0%		18,0%		EV (cena bieżąca)	8 093,8
EBIT	251,4	505,6	101,1%	699,7	38,4%	726,1	3,8%	Free float	18,4%
Zysk netto	215,4	513,6	138,5%	654,6	27,5%	676,8	3,4%		
P/E	48,2	20,2		15,8		15,3		Zmiana ceny: 1m	-0,5%
P/CE	12,3	8,8		7,8		7,6		Zmiana ceny: 6m	31,9%
P/BV	1,2	1,1		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	28,5%
EV/EBITDA	9,1	8,3		5,9		6,5		Max (52 tyg.)	24,4
Dyld (%)	1,0	2,0		1,6		3,2		Min (52 tyg.)	17,1



Kurs Enei podobnie jak w poprzednich miesiącach będzie pozostawał pod wpływem procesu prywatyzacji, ale w kontekście ostatnich wydarzeń i powrotu do równoległych negocjacji nie należy się już w naszej opinii spodziewać aby kolejne spekulacje w tej sprawie wspierały notowania. Osłabienie pozycji sprzedającego i wydłużenie procesu w czasie może skłonić część inwestorów do realizacji zysków, tym bardziej że potencjał wzrostowy do pojawiającej się w prasie ceny, jaka może zostać zapłacona za Eneę przez nowego inwestora (25 PLN) nie jest już znaczący. Rekomendujemy więc zamianę akcji tej spółki w portfelu na znacznie tańsze walory Tauronu czy PGE. Obniżamy rekomendację do redukuj.

Wyniki 3Q powyżej oczekiwań

Wyniki Grupy ENEA w 2Q'10 okazały się istotnie lepsze od naszych oczekiwań i rynkowego konsensusu, a odchylenie na poziomie EBIT wyniosło odpowiednio +24% i +49,6%. Pozytywne zaskoczenia obserwujemy praktycznie na dwóch kluczowych segmentach, począwszy od wytworzenia gdzie wypracowany EBIT sięgnął 93 mln PLN wobec zakładanych 50 mln PLN, mimo braku przychodów z rekompensat KDT. Częściowo można to tłumaczyć wyższą produkcją w Elektrowni Kozienice, a częściowo zapewne spadkiem kosztów wynagrodzeń q/q wyższym niż oczekiwaliśmy (zakładaliśmy spadek tylko o 27 mln PLN czyli wysokość rezerw księgowanych w 2Q, a tymczasem skonsolidowane koszty pracy spadły q/q aż o 66 mln PLN, co może oznaczać z kolei rozwiązywanie rezerw). W obszarze dystrybucji zysk operacyjny wyniósł 93 mln PLN vs. nasza prognoza na poziomie 65 mln PLN i tutaj również za lepszy wynik może odpowiadać spadek kosztów wynagrodzeń. W segmencie obrotu EBIT wyniósł 49,6 mln PLN, co z kolei jest wynikiem gorszym od naszych założeń (80 mln PLN) i gorszym w ujęciu q/q (83,8 mln PLN), co oprócz niższej marży rynkowej w detalu może być związane z niższym od oczekiwanego wolumenem handlowym. Na poziomie działalności finansowej ENEA wypracowała dodatnie saldo w wysokości 30 mln PLN czyli nieco niższe niż zakładaliśmy (40 mln PLN), a dodatkowo Spółka zaksięgowwała -11,6 mln PLN straty z tytułu konsolidacji jednostek metodą praw własności. Ostatecznie więc pozytywne odchylenie od naszych prognoz na poziomie netto wynosi już tylko 5%.

Powrót do równoległych negocjacji

Ministerstwo Skarbu poinformowało, że w związku z upływem 3 listopada wyłączności w negocjacjach sprzedaży akcji Enei przyznanej Kulczyk Investments, resort wrócił do równoległych negocjacji z drugim podmiotem dopuszczonym do finałowego etapu prywatyzacji (według doniesień prasowych jest to GdF). Nowy termin zakończenia procesu został wydłużony do 31 marca 2011 roku. Cofnięcie się do poprzedniego etapu procesu prywatyzacyjnego i oddalenie w czasie ewentualnego wezwania jest informacją negatywną. Będzie zapewne rodzić dalsze spekulacje co do ceny, a w obecnej sytuacji trudno raczej oczekiwać by były one bardziej optymistyczne od dotychczasowych. W takim scenariuszu siła negocjacyjna sprzedającego się obniża.



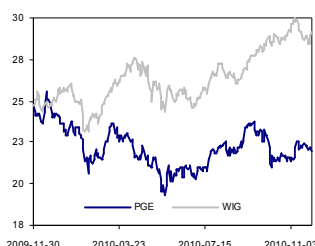
PGE (Kupuj)

Cena bieżąca: 22,29 PLN Cena docelowa: 26,73 PLN

Analitik: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-13

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	19 408,7	21 623,4	11,4%	21 029,7	-2,7%	22 398,2	6,5%	Liczba akcji (mln)	1 869,8
EBITDA	5 846,9	7 983,4	36,5%	6 995,8	-12,4%	7 984,6	14,1%	MC (cena bieżąca)	41 677,5
marża EBITDA	30,1%	36,9%		33,3%		35,6%		EV (cena bieżąca)	43 457,3
EBIT	3 262,3	5 344,7	63,8%	4 288,2	-19,8%	5 090,0	18,7%	Free float	15,0%
Zysk netto	1 920,2	3 370,7	75,5%	3 124,5	-7,3%	3 774,5	20,8%		
P/E	17,1	11,4		13,3		11,0		Zmiana ceny: 1m	1,8%
P/CE	7,3	6,4		7,1		6,2		Zmiana ceny: 6m	4,7%
P/BV	1,4	1,2		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	-8,6%
EV/EBITDA	7,8	5,5		6,2		5,7		Max (52 tyg.)	25,7
Dyid (%)	1,3	3,2		3,2		3,7		Min (52 tyg.)	19,7



Akcje PGE po październikowej przecenie związanej z nieoczekiwaną sprzedażą przez MSP pakietu 10% akcji, w listopadzie częściowo odrabiały straty. Wbrew wcześniejszym oczekiwaniom, rewizja indeksu MSCI (wzrost udziału PGE z 3,54% na 8,2%) nie okazała się jednak znaczącym wsparciem dla kursu. Negatywnie przez inwestorów mógł również zostać odebrany komunikat o braku wcześniej zapowiadanej dywidendy zaliczkowej oraz nieco słabsze operacyjne wyniki kwartalne. Zwracamy jednak uwagę, że gorszy rezultat w 3Q to głównie efekt braku odszkodowań za szkody spowodowane, które prawdopodobnie przesuną się na kolejne kwartały. Wsparciem dla kursu mogą być również postępy w procesie dezinwestycji oraz możliwy sprzeciw UOKiK wobec zakupu Energi. Stworzyłoby to podstawy do wysokiej dywidendy w przyszłym roku w kontekście generowanych wysokich przepływów operacyjnych i planowanej na rok przyszły zmiany w płatnościach rekompensat KDT.

Wynik netto lepszy, ale EBIT poniżej oczekiwań

Wyniki PGE za 3Q na poziomie netto okazały się być lepsze od naszych oczekiwań i rynkowego konsensusu, ale głównie dzięki niskiej efektywnej stopie podatkowej (7%). Na poziomie EBIT rezultat był gorszy, przede wszystkim z uwagi na słabszy wynik segmentu wytwarzania energii ze źródeł konwencjonalnych (522 mln PLN vs. zakładane 675 mln PLN). Powodem tego odchylenia obok nieco niższej produkcji (12,8 TWh vs. 13 TWh) były prawdopodobnie koszty usuwania szkód spowodowanych w Elektrowni i KWB Turów (w całej Grupie wyniosły one w 3Q 65 mln PLN - prawdopodobnie w kolejnych okresach Spółka powinna jednak zaksięgować przychody z tytułu ubezpieczenia), niższe przychody z KDT (110 mln PLN vs. 125 mln PLN) oraz wyższa amortyzacja (+13,4 mln PLN). Niewykluczone, że częściowo gorszy wynik na generacji był również konsekwencją zaksięgowania zysków w segmencie obrotu hurtowego, gdzie EBIT wyniósł 50,8 mln PLN wobec -11,6 mln PLN w 2Q'2010 i zakładanych -11,7 mln PLN. W segmencie dystrybucji zysk operacyjny wyniósł 135 mln PLN i był zgodny z naszymi oczekiwaniami na poziomie 132 mln PLN. Nadal presję na marżę obserwowaliśmy w sprzedaży detalicznej, gdzie EBIT wyniósł 36,9 mln PLN, a zakładaliśmy 66 mln PLN. Po bardzo dobrym II-gim kwartale słabszy od oczekiwań zysk operacyjny wypracował segment energii odnawialnej (21 mln PLN vs. prognoza 55 mln PLN), ale w tym wypadku powodem odchylenia był niewyjaśniony skokowy wzrost amortyzacji (49,2 mln PLN vs. 13 mln PLN w 2Q) i na poziomie EBITDA wynik jest zgodny z naszymi szacunkami. Na poziomie działalności finansowej Spółka zanotowała wyższe dodatnie saldo niż się spodziewaliśmy (94 mln PLN vs. 55 mln PLN), co wynikało z wyższych przychodów odsetkowych i wyższych dodatnich różnic kursowych. Dodatkowo wynik brutto został wzmocniony przez zysk z Polkomtela (80 mln PLN vs. zakładane 50 mln PLN) i po uwzględnieniu niskiego podatku oraz zysków mniejszości (152 mln PLN vs. zakładane 148 mln PLN) zysk netto okazał się lepszy od naszych szacunków 7%.

Premier wycofuje poparcie dla przejęcia Energi przez PGE?

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

Zarząd o prognozach KDT

Spółka chce na przełomie grudnia i stycznia przedstawić prognozy dotyczące wysokości rekompensat KDT. W związku z terminem spłaty obligacji i kredytów w Turowie i Opolu, PGE rozważa bowiem zmianę formuły rozliczania rekompensat z księgowej na kasową. Zarząd zapowiedział także ostrą restrukturyzację kosztową, o szczegółach której poinformuje na początku roku. Spółka poinformowała również, iż w procesie sprzedaży Exatela na krótkiej liście znalazły się 2 podmioty. Jeśli chodzi o rekompensaty KDT to decyzja o zmianie formuły rozliczania z załącznika 3 na załącznik 4 do ustawy oznaczałaby, że PGE otrzyma znacznie większe płatności na spłatę wspomnianych kredytów (wg ustawy Opole i Turów otrzymałyby w 2011 roku prawie 2 mld PLN zamiast przysługujących im według obecnej metody 260 mln PLN, ale oczywiście nie mogłyby już liczyć na istotne płatności w kolejnych latach). Kwota ta nie pojawiłaby się jednak w rachunku wyników, na którym księgowanie rekompensat odbywałoby się wg starych zasad. Istotnie poprawiłaby jednak pozycję bilansową i byłaby pozytywna również w kontekście dyskonta przykładanego dzisiaj przez inwestorów do KDT-ów planowanych na lata przyszłe.

Bez dywidendy zaliczkowej

Prezes Tomasz Zadroga powiedział, że toczące się obecnie konsultacje z akcjonariuszami wskazują, że raczej nie dojdzie do wypłaty dywidendy zaliczkowej w tym roku. Wcześniej Zarząd komunikował, że Spółka mimo planowanej akwizycji Energi jest gotowa wypłacić w zaliczce 40-50% zysku za trzy kwartały (0,9-1,1 mld PLN), co implikowałoby yield na poziomie 2,1%-2,6%.



Tauron (Kupuj)

Cena bieżąca: 6,55 PLN

Cena docelowa: 8,87 PLN

Analityk: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-13

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	12 448,7	13 633,6	9,5%	13 864,0	1,7%	14 685,2	5,9%	Liczba akcji (mln)	1 752,5
EBITDA	1 615,8	2 580,8	59,7%	2 651,0	2,7%	2 833,0	6,9%	MC (cena bieżąca)	11 479,2
marża EBITDA	13,0%	18,9%		19,1%		19,3%		EV (cena bieżąca)	12 591,8
EBIT	347,0	1 259,7	263,0%	1 257,3	-0,2%	1 360,4	8,2%	Free float	58,7%
Zysk netto	130,8	732,4	459,7%	904,6	23,5%	918,2	1,5%		
P/E	77,8	13,9		12,7		12,5		Zmiana ceny: 1m	-0,8%
P/CE	7,3	5,0		5,0		4,8		Zmiana ceny: 6m	
P/BV	0,9	0,9		0,8		0,7		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	8,4	5,1		4,7		4,7		Max (52 tyg.)	6,9
Dyid (%)	0,3	0,6		0,0		2,4		Min (52 tyg.)	5,0



Tauron po kilku wzrostowych miesiącach w listopadzie zanotował spadek notowań i zachowywał się gorzej zarówno od szerokiego indeksu, jak i innych regionalnych spółek energetycznych. W naszej opinii należy to traktować jako korektę dotychczasowego dynamicznego ruchu wzrostowego (częściowo mogło to również wynikać z rewizji portfela MSCI na koniec miesiąca). Wyniki za 3Q potwierdziły zdolność Spółki do generowania wysokich przepływów pieniężnych i obecnie nie widzimy żadnych ryzyk dla naszych prognoz na najbliższe kwartały, a zaskoczenia w obszarze dystrybucji i wydobywania mogą nawet pozwolić na ich rewizję w górę. Zwracamy uwagę na widoczne w całym sektorze zjawisko przesuwania się wydatków inwestycyjnych, co będzie dodatkowo wspierać bilans Tauronu. Podtrzymujemy opinię, iż obecnie Tauron stanowi najbardziej atrakcyjną inwestycję w ramach sektora energetycznego i podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wyniki kwartalne lepsze od oczekiwań, wysoki cash flow utrzymany

Wyniki Tauronu za 3Q okazały się lepsze od naszych oczekiwań, a odchylenie na poziomie EBIT wyniosło +10% (w przypadku konsensusu wynik był o 15% lepszy). Warto zwrócić uwagę, że taki rezultat został osiągnięty przy zbliżonych do zakładanych przychodach z tytułu rekompensat KDT (129 mln PLN vs. oczekiwane 130 mln PLN i 164 mln PLN przed rokiem). Wynik w obszarze wytwarzania energii był zgodny z naszą prognozą (165,7 mln PLN vs. zakładane 162 mln PLN i 149,9 mln PLN w 3Q'09) przy nieco wyższym wolumenie produkcji (5,2 TWh vs. oczekiwane 4,9 TWh). Lepszy rezultat niż zakładaliśmy wypracował segment wydobywczy, który mimo problemów geologicznych zwiększył produkcję q/q (1,2 mln ton vs. 0,8 mln ton) i wyszedł na plus (EBIT 2,9 mln PLN vs. prognozowane -18 mln PLN i -38 mln PLN w 2Q'2010). W obszarze dystrybucji Spółka wypracowała 138 mln PLN zysku operacyjnego, a przekroczenie naszej prognozy (112 mln PLN) i wzrost r/r (83 mln PLN) to efekt wyższych wolumenów oraz zmiany sposobu księgowania opłat przyłączeniowych i wzrostu taryf (r/r). Segment energii odnawialnej zanotował lekki spadek EBIT q/q (23 mln PLN vs. 29 mln PLN) m.in. z uwagi na wzrost amortyzacji po 2,4 mln PLN. W segmencie obrotu Tauron wypracował EBIT na poziomie 19,6 mln PLN, a więc wbrew naszym oczekiwaniom walka konkurencyjna o klienta biznesowego nie uległa osłabieniu q/q (zakładaliśmy wzrost EBIT q/q do 38 mln PLN). Na poziomie działalności finansowej saldo było korzystniejsze niż zakładaliśmy i ostatecznie zysk netto Grupy sięgnął 219 mln PLN, co plasuje się 20% powyżej naszych szacunków i 17% powyżej konsensusu. W wynikach kwartalnych Tauronu warto zwrócić uwagę na wysoki cash flow operacyjny (834 mln PLN), który pozwolił na dalsze obniżenie długu netto (na koniec kwartału Spółka raportowała gotówkę netto w kwocie -25 mln PLN) przy utrzymaniu wydatków inwestycyjnych na niskim poziomie 347 mln PLN.

MSP sprzedaje akcje?

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

Ponownie o dystrybucji Vattenfalla

Przy okazji prezentacji wyników za 3Q Prezes Dariusz Lubera ponowił zainteresowanie aktywami dystrybucyjnymi Vattenfalla w Polsce. Na razie jednak nie wiadomo, czy szwedzki koncern chciałby sprzedawać te aktywa osobno. Spółka dystrybucyjna należąca do tego koncernu posiada sieć zlokalizowaną w aglomeracji katowickiej o długości prawie 27 tys. km i



dostarcza około 11 TWh energii rocznie. Nie znamy kluczowego parametru WRA dla tej sieci, ale bazując na średnich wskaźnikach dla polskich spółek opartych o wolumen, wartość regulacyjną aktywów dystrybucyjnych Vattenfalla można szacować na 3,5-4,0 mld PLN (zaznaczamy jednak, że przy kalkulacji opartej o liczbę klientów implikowane WRA jest niższe i wynosiłoby 2,5-2,9 mld PLN). Wycena według modelu przedstawionego przez nas w ostatnim raporcie analitycznym implikowałaby wartość tych aktywów na 2,7-3,1 mld PLN (w wariancie opartym na liczbie klientów odpowiednio 1,9-2,2 mld PLN). Aktywa dystrybucyjne to stabilny bezpieczny biznes oparty o formułę zwrotu z WRA, a lokalizacja sieci Vattenfalla w bezpośrednim sąsiedztwie spółek dystrybucyjnych Tauronu oferowałaby możliwość realizacji istotnych synergii. Kluczowa dla oceny takiej transakcji Tauronu będzie oczywiście cena.

Tauron w WIG20

Po sesji 17 grudnia akcje Taurona wejdą do indeksu WIG20 z wagą 3,98% zastępując w nim Bioton.

Telekomunikacja



Netia (Trzymaj)

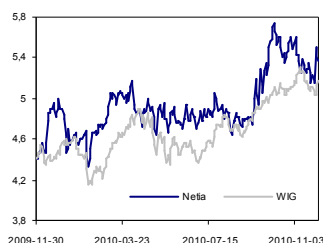
Cena bieżąca: 5,36 PLN

Cena docelowa: 5,3 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-05

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 112,4	1 505,9	35,4%	1 555,9	3,3%	1 614,0	3,7%	Liczba akcji (mln)	389,3
EBITDA	170,6	312,8	83,3%	358,8	14,7%	381,4	6,3%	MC (cena bieżąca)	2 086,9
marża EBITDA	15,3%	20,8%		23,1%		23,6%		EV (cena bieżąca)	1 791,5
EBIT	-99,7	14,2		70,1	392,7%	104,1	48,4%	Free float	100,0%
Zysk netto	230,6	88,7	-61,6%	75,2	-15,2%	109,3	45,3%		
P/E	9,0	23,5		27,7		19,1		Zmiana ceny: 1m	-3,4%
P/CE	4,2	5,4		5,7		5,4		Zmiana ceny: 6m	13,1%
P/BV	1,1	1,0		1,0		1,0		Zmiana ceny: 12m	19,6%
EV/EBITDA	11,1	5,9		5,0		4,4		Max (52 tyg.)	5,8
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		3,6		Min (52 tyg.)	4,3



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

Netia nie kupi Exatela

Oferty przejęcia Exatel złożone przez Netię i GTS zostały odrzucone przez PGE. Nie ujawniono, które firmy przeszły do kolejnego etapu, nieoficjalnie padają nazwy Polkomtel i Mediatel (tylko jeśli za tym podmiotem stoi inny inwestor). Wszystko zatem wskazuje, że zgodnie z naszymi oczekiwaniami Netii nie uda się przejąć Exatela. Nadal uważamy, że biorąc pod uwagę efekty synergii najwyższą ofertę złoży Polkomtel. Netii pozostaje bój o Dialog – chociaż tu przewidujemy podobny scenariusz jak przy „rozdaniu” Exatel. Rośnie prawdopodobieństwo wariantu dywidendowego w przyszłym roku (DY 14%).



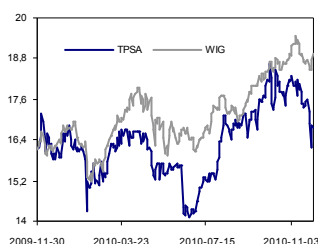
TP SA (Akumuluj)

Cena bieżąca: 16,75 PLN Cena docelowa: 17,6 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-01

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	18 165,0	16 560,0	-8,8%	15 716,2	-5,1%	15 483,4	-1,5%	Liczba akcji (mln)	1 335,6
EBITDA	7 630,0	6 246,0	-18,1%	4 734,0	-24,2%	5 787,3	22,3%	MC (cena bieżąca)	22 372,1
marża EBITDA	42,0%	37,7%		30,1%		37,4%		EV (cena bieżąca)	27 199,6
EBIT	3 313,0	2 096,0	-36,7%	947,0	-54,8%	2 059,9	117,5%	Free float	46,0%
Zysk netto	2 188,0	1 280,0	-41,5%	166,4	-87,0%	1 283,5	671,2%		
P/E	10,5	17,5		134,4		17,4		Zmiana ceny: 1m	-7,5%
P/CE	3,5	4,1		5,7		4,5		Zmiana ceny: 6m	7,2%
P/BV	1,3	1,3		1,5		1,6		Zmiana ceny: 12m	1,5%
EV/EBITDA	3,7	4,3		5,7		4,7		Max (52 tyg.)	18,7
Dyid (%)	10,2	9,0		9,0		9,0		Min (52 tyg.)	14,1



Podtrzymujemy pozytywną rekomendację dla akcji spółki. Przy obecnej cenie DY oferowany akcjonariuszom przez TP wynosi 8,9%, przy średniej dla operatorów europejskich na poziomie 6,8%. Począwszy od 4Q'10 oczekujemy, że TP zacznie odbudowywać bazę klientów Neostrady, co przy przyłączeniach realizowanych przez Centertel powinno skutkować wzrostem całej bazy abonenckiej dostępu do Internetu na poziomie 30-45 tys. kwartalnie w stosunku do 2 tys. wzrostu w 3Q i średnio -11 tys. kwartalnie w okresie 4Q'09-2Q'10. Dodatkowo będą to dostępy szybsze niż dotychczas sprzedawane (głównie 2 Mb/s), co pozwoli na zaoferowanie klientowi dodatkowych usług (IPTV, VoD, PPV). To pozwoli inwestorom uwierzyć, że dwa kluczowe obszary biznesowe: telefonia komórkowa i internet, są nadal wzrostowe.

Dostęp do internetu ponownie wzrostowym obszarem działalności TP

Od połowy 2009 roku, kiedy konkurenci TP agresywnie sprzedawali swoje usługi w oparciu o BSA - wykorzystując korzystne dla siebie regulacje (zasada „retail -”) - baza klientów Neostrady (klienci detaliczni ADSL) zmniejszyła się z 2,116 mln do 2,003 mln na koniec 3Q'10 (średnio -19 tys. kwartalnie). Słabe wyniki sprzedażowe Centertela (główny powód to rekordowa w skali europejskiej wysokość asymetrii MTR z Play), skłaniały inwestorów do przekonania, że TP nie ma już obszarów wzrostowych. Od 1 października, w wyniku zmiany regulacji dotyczących rozliczeń hurtowych (zamrożone stawki BSA na początku br.), oferta cenowa TP (obniżki cen o ok. 25%) w obszarze dostępu do internetu dla klientów detalicznych znów jest konkurencyjna (dotychczas wyższa o 10-25%, szczegóły w raporcie z października br.). Zasadniczą zmianą jest również istotne obniżenie różnicy w cenie łączy wolniejszych (2Mb/s) w stosunku do szybkich (10 Mb/s), która wynosi obecnie zaledwie 9,2 PLN/mc. (na początku roku 51 PLN/mc.). Należy przy tym pamiętać, że konkurenci mają zamrożone stawki hurtowe sprzed okresu obniżek cen detalicznych TP. W efekcie tych zmian, oczekujemy, że od 4Q'10 baza abonencka Neostrady zacznie rosnąć w tempie 10-20 tys. kwartalnie (dodatkowo Centertel powinien podtrzymać liczbę pozyskiwanych klientów w technologii CDMA na poziomie ok. 20 tys. kwartalnie). Dodatkowo TP zacznie intensywniej niż dotychczas sprzedawać usługi dodane wspierające ARPU. Pozytywny sentyment powinny podtrzymać również plany TP w zakresie wprowadzenia do sprzedaży VDSL.

Media



Agora (Trzymaj)

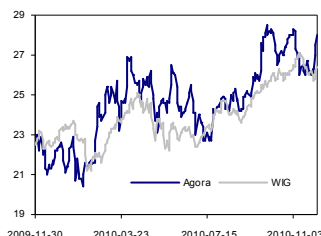
Cena bieżąca: 28 PLN

Cena docelowa: 25,8 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-10-05

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 277,7	1 110,1	-13,1%	1 063,8	-4,2%	1 080,3	1,6%	Liczba akcji (mln)	50,9
EBITDA	128,4	134,1	4,4%	154,7	15,4%	149,1	-3,6%	MC (cena bieżąca)	1 426,2
marża EBITDA	10,0%	12,1%		14,5%		13,8%		EV (cena bieżąca)	1 190,4
EBIT	44,6	52,9	18,6%	73,2	38,4%	67,3	-8,1%	Free float	54,3%
Zysk netto	23,4	38,3	63,6%	67,4	76,0%	64,3	-4,6%		
P/E	65,8	37,2		21,2		22,2		Zmiana ceny: 1m	-1,1%
P/CE	14,4	11,9		9,6		9,8		Zmiana ceny: 6m	14,8%
P/BV	1,3	1,2		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	26,0%
EV/EBITDA	11,1	9,3		7,7		7,6		Max (52 tyg.)	28,5
Dyid (%)	1,2	0,0		1,8		2,4		Min (52 tyg.)	20,4



Agora w trzecim kwartale ponownie zaskoczyła rynek skalą cięcia kosztów. Na osiągniętych rezultatach, co prawda cieniem położył się Helios, przez który spółka skonsolidowała 1,5 mln PLN straty operacyjnej, jednak uważamy, że w kolejnych kwartałach segment kinowy pozytywnie wpłynie na osiągnięte przez spółkę wyniki. Oczekujemy, że w przyszłym roku wyczerpie się potencjał poprawy wyników płynącym z programu oszczędnościowego oraz obniżonych kosztów papieru oraz kosztów reprezentacji i reklamy. Jednocześnie spodziewamy się, że strona przychodowa (rynek reklamowy, przychody ze sprzedaży egzemplarzowej) nie będzie w przyszłym roku na tyle silna, by przełożyć się na dalszy wzrost wyników po dynamicznej poprawie 2010 roku. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Dobre wyniki mimo słabego Heliosa

Agora pozytywnie zaskoczyła wynikami trzeciego kwartału, mimo że jej nowy nabytek, operator kinowy Helios zgodnie z oczekiwaniami zanotował istotną stratę na działalności za okres objęty konsolidacją. Przychody okresu wyniosły 246,6 mln PLN wobec oczekiwanych przez nas 252,8 mln PLN. Głównym źródłem odchylenia jest Helios, który zanotował zaledwie 9,9 mln PLN przychodów, podczas gdy zakładaliśmy, że spółka ta osiągnie 12,5 mln PLN wpływów. Nieco niższe niż się spodziewaliśmy okazały się wpływy reklamowe Grupy, które wyniosły 157,8 mln PLN vs. 159,8 mln PLN naszych oczekiwań. Główne zaskoczenia wynikowe pochodzą ze strony kosztowej, gdzie Agora dość niespodziewanie obniżyła r/r koszty reprezentacji i reklamy, mimo że należało się spodziewać, że wobec bardzo niskiej już bazy odniesienia oraz zaczynającej się promocji tytułów w związku z negocjacją przyszłorocznych budżetów reklamowych ta grupa kosztów wzrośnie. Helios przyniósł stratę zgodną z naszymi oczekiwaniami (1,5 mln PLN na poziomie EBIT), co mimo wszystko pozwoliło jednak osiągnąć wynik operacyjny na poziomie 13,8 mln PLN, przy oczekiwanym przez nas 7,2 mln PLN. Wynik netto wyniósł 12,0 mln PLN.

Wrześniowe wyniki sprzedaży dzienników

Rozpowszechnianie płatne *Gazety Wyborczej* spadło we wrześniu o 9,0%. W tym samym czasie rozpowszechnianie płatne *Rzeczpospolitej* wzrosło o 2,0%, *Faktu* spadło o 6,8%, a *Super Expressu* wzrosło o 0,3%. Wrzesień jest kontynuacją słabych trendów sprzedażowych *Gazety*. Wszystkie tytuły poza *Faktem* poprawiły swoje dynamiki w stosunku do sierpnia. Bardzo dobre wyniki czytelnictwa *Gazety* (14,7% vs. 14,6% przed rokiem) powodują naszym zdaniem, że wrześniowe spadki sprzedaży mają przełożenie na niskomarżowe wpływy z wydawnictw, a pozycja konkurencyjna na rynku reklamowym nie uległa pogorszeniu.



Cinema City (Trzymaj)

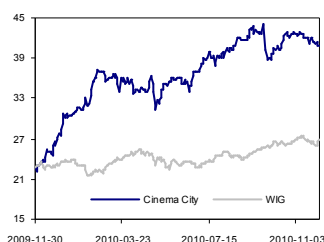
Cena bieżąca: 41 PLN

Cena docelowa: 39,9 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-07-16

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	179,0	211,6	18,2%	238,7	12,8%	270,9	13,5%	Liczba akcji (mln)	51,2
EBITDA	40,2	46,5	15,7%	54,5	17,0%	61,6	13,1%	MC (cena bieżąca)	2 099,2
marża EBITDA	22,5%	22,0%		22,8%		22,7%		EV (cena bieżąca)	2 094,8
EBIT	21,8	30,2	38,4%	35,6	17,9%	41,2	15,5%	Free float	17,6%
Zysk netto	17,7	24,4	38,3%	28,7	17,5%	35,0	21,9%		
P/E	29,6	21,4		18,4		15,1		Zmiana ceny: 1m	-3,8%
P/CE	14,5	12,8		11,1		9,5		Zmiana ceny: 6m	15,9%
P/BV	3,3	2,9		2,5		2,1		Zmiana ceny: 12m	77,8%
EV/EBITDA	15,2	13,1		9,7		8,3		Max (52 tyg.)	44,1
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	23,0



Pozytywnie odbieramy opublikowane w listopadzie wyniki spółki za trzeci kwartał. Spółka zaskoczyła przede wszystkim bardzo efektywnym wykorzystaniem zasobów gotówkowych otrzymanych ze sprzedaży projektów deweloperskich. Również czwarty kwartał zapowiada się obiecująco. Na polskim rynku kinowym *Śluby panieńskie* przekroczyły 1,0 mln sprzedanych biletów, a kolejna część *Harrego Pottera* po dwóch tygodniach od premiery przekroczyła już 0,7 mln widzów. Dużym sukcesem jest również *Śniadanie do łóżka*, które po trzech tygodniach wyświetlania ma już 0,5 mln sprzedanych biletów. Wciąż jednak powtórzenie bardzo dobrego wyniku z zeszłego roku wydaje się trudnym zadaniem (wtedy premiery miały takie hity jak 2012 z 1,5 mln widzów, *Odłot 3D* z 0,9 mln sprzedanych wejściówek i *Saga Zmierzch: Księżyc w nowiu*, który obejrzało 0,74 mln widzów. W związku z powyższym nie spodziewamy się, by bieżący rok mógł przynieść rekord frekwencji w polskich kinach, a wyniki ostatnich trzech miesięcy w Cinema City, mimo że dobre, nie będą stanowiły bodźca do dalszych wzrostów kursu. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Kolejny dobry kwartał

Wyniki Cinema City w trzecim kwartale 2010 roku okazały się zbliżone do naszych prognoz na poziomie operacyjnym oraz nieco lepsze na poziomie netto. Źródłem pozytywnego odchylenia na zysku netto jest wyższa niż oczekiwaliśmy efektywność w zarządzaniu środkami pieniężnymi uzyskanymi ze sprzedaży bułgarskich projektów deweloperskich.

Przychody Cinema City wyniosły 61,6 mln EUR, tj. o 9,1% więcej od naszych oczekiwań. Pozytywne odchylenie zostało osiągnięte na podstawowej działalności, przy czym kluczowe były wyższe od naszych prognoz wpływy ze sprzedaży biletów. Wpływy z wejściówek wyniosły 38,1 mln EUR tj. 11,4% powyżej naszych prognoz i 25,0% powyżej zeszłorocznych osiągnięć. Tak wysoki wynik został osiągnięty dzięki bardzo wysokiemu udziałowi biletów na seanse 3D, który wyniósł 35,1% w ogóle sprzedanych wejściówek. Wyższa okazała się też liczba sprzedanych w okresie biletów (8,0 mln vs. 7,4 mln wg prognozy). Ogółem na działalności kinowej Cinema City zyskało 57,4 mln EUR, wobec 52,1 mln EUR naszych szacunków.

Marża brutto okazała się słabsza niż oczekiwaliśmy i wyniosła 18,4% (oczekiwaliśmy marży brutto na poziomie 20,1%). Również koszty ogólne działalności były nieznacznie poniżej naszych prognoz (3,1 mln EUR vs. 3,3 mln EUR prognozy). W rezultacie wynik operacyjny okresu wyniósł 8,2 mln EUR i był zbliżony do naszej prognozy wynoszącej 8,1 mln EUR.

Dużo lepsze od naszych oczekiwań okazało się saldo na działalności finansowej (+0,2 mln EUR vs. prognozowane -0,5 mln EUR). Jak wspomnieliśmy wyżej niedoszacowana została przez nas tutaj efektywność w zarządzaniu gotówką uzyskaną ze sprzedanych projektów w Bułgarii. Pozwoliło to osiągnąć spółce wynik netto w wysokości 7,3 mln EUR, co jest rezultatem o 13,2% lepszym od naszej prognozy.

Podsumowując wyniki Cinema City oceniamy pozytywnie. Dobra kondycja wyniku kinowego oraz przeprowadzone w ostatnich dniach otwarcia nowych multipleksów powinny przełożyć się na poprawę rezultatów również w czwartym kwartale. Niemniej wysoka premia w notowaniach w stosunku do zagranicznych operatorów zdaje się już dyskutować scenariusz dynamicznej poprawy wyników w najbliższych trzech latach.

Plany rozwoju sieci na 2011 rok

Cinema City zamierza otworzyć w przyszłym roku 8-9 multipleksów z 80-90 ekranami, w tym pięć-sześć kin w Rumunii, dwa w Bułgarii i jedno w Polsce. Spółka planuje także zainstalowanie kolejnych 100 projektorów cyfrowych we wszystkich krajach działalności. Jeszcze w grudniu 2010 r. planowane jest otwarcie 10-ekranowego multipleksu w mieście Rousse w Bułgarii. Zarówno harmonogram otwarć przyszłego roku jak i plan otwarcia multipleksu w Bułgarii w grudniu są zawarte w naszych prognozach.



Szansa na rekord frekwencji w Polsce?

Zdaniem Nisana Cohena istnieje szansa, że bieżący rok okaże się w Polsce rekordowy pod względem frekwencji kinowej, gdyż pierwsza połowa kwartału wyglądała bardzo obiecująco, a w drugiej połowie oczekiwane są premiery kilku potencjalnych hitów kinowych. Naszym zdaniem szansa na wzrost liczby sprzedanych biletów na rynku polskim jest bardzo mała, gdyż również 4Q2009 posiadał kilka ciekawych pozycji (m.in. 2012, który sprzedał ponad 1,5 mln biletów). Mimo to jednak dzięki upowszechnianiu się seansów w technologii trójwymiarowej rynek kinowy i tak powinien urosnąć dzięki istotnemu wzrostowi średniej ceny biletów. Z tego względu nawet bez bicia rekordu frekwencji rok ten będzie można uznać za bardzo udany dla polskiej branży kinowej.



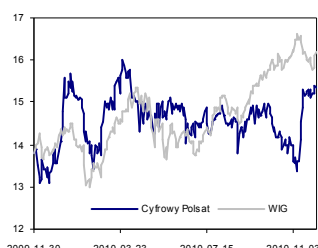
Cyfrowy Polsat (Akumuluj)

Cena bieżąca: 15,35 PLN Cena docelowa: 15,3 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-05

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 136,3	1 266,1	11,4%	1 469,2	16,0%	1 528,8	4,1%	Liczba akcji (mln)	268,3
EBITDA	347,8	327,4	-5,9%	413,2	26,2%	449,3	8,7%	MC (cena bieżąca)	4 118,8
marża EBITDA	30,6%	25,9%		28,1%		29,4%		EV (cena bieżąca)	4 083,7
EBIT	324,3	285,5	-12,0%	347,0	21,6%	354,2	2,1%	Free float	34,8%
Zysk netto	269,8	237,9	-11,8%	273,2	14,8%	286,8	5,0%		
P/E	15,3	17,3		15,1		14,4		Zmiana ceny: 1m	9,6%
P/CE	14,0	14,7		12,1		10,8		Zmiana ceny: 6m	2,7%
P/BV	13,9	12,5		9,1		7,4		Zmiana ceny: 12m	13,7%
EV/EBITDA	11,7	12,5		9,9		9,0		Max (52 tyg.)	16,0
Dyid (%)	0,9	4,9		3,7		4,4		Min (52 tyg.)	13,1



W listopadzie notowania Cyfrowego Polsatu były pod dużym wpływem ogłoszonej transakcji zakupu 100% udziału w Telewizji Polsat za 3,75 mld PLN. Warunki powyższej transakcji odbieramy pozytywnie. Nie spodziewamy się, by spółka była w stanie wygenerować w związku z akwizycją istotne oszczędności kosztowe. Mimo to dyskonto na wskaźnikach wyceny w stosunku do konkurencyjnego TVN oraz spodziewana poprawa wyników Telewizji Polsat powodują jednak, że nabyty podmiot pozostaje atrakcyjny z punktu widzenia akcjonariuszy. Za główne czynniki, które wpłynąć będą na poprawę zyskowności przejmowanego podmiotu uważamy proces dojrzewania stacji tematycznych Grupy (w TVN stacje tematyczne dochodzą do rentowności EBITDA około 2 lat po uruchomieniu — tyle samo upłynęło od uruchomienia głównych kanałów tematycznych Polsatu: Polsat Play, Polsat Cafe i Polsat News, a w tym roku utworzone Polsat Jim Jam i Polsat Futbol) oraz poszerzenie ich zasięgu po włączeniu do sieci dystrybucji Cyfry Plus. Mniejszościowi akcjonariusze Cyfrowego Polsatu dość niespodziewanie i po okazyjnej cenie uzyskali ekspozycję na polski segment telewizyjny rynku reklamy, który rozwijać się będzie dużo dynamiczniej niż rynek płatnej telewizji. Szacujemy, że dzięki przejęciu Cyfrowy Polsat wykreował dla swoich obecnych akcjonariuszy około 262 mln PLN dodatkowej wartości, co przekłada się na 1,0 PLN na akcję. W związku z powyższym, mimo że spółka osiągnęła już poziom naszej dotychczasowej ceny docelowej podtrzymujemy rekomendację akumuluj do czasu włączenia nowej linii biznesowej do naszego modelu wyceny.

Zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi

Wyniki Cyfrowego Polsatu okazały się być zgodne z naszymi oczekiwaniami i konsensusem rynkowym. Przychody spółki wyniosły w raportowanym okresie 363,6 mln PLN (vs. 369,9 mln PLN naszych oczekiwań), przy czym przychody z opłat abonamentowych wyniosły 342,5 mln PLN (oczekiwaliśmy 347,0 mln PLN).

Po stronie kosztowej nastąpił w porównaniu do poprzedniego kwartału spadek kosztów licencyjnych (97,5 mln PLN vs. 101,0 mln PLN naszej prognozy i 101,9 mln PLN w 2Q2010). Około 8,7 mln PLN wyniósł kwartalny koszt wynajmu infrastruktury i utrzymania sieci. Wynik operacyjny okresu wyniósł 81,5 mln PLN (vs. oczekiwane 84,4 mln PLN). Saldo na działalności finansowej wyniosło +2,8 mln PLN, przy prognozowanych przez nas -0,7 mln PLN. Źródłem odchylenia są różnice kursowe, które podniosły wynik brutto o 3,3 mln PLN. Wynik netto wyniósł 68,4 mln PLN i był zbliżony do naszej prognozy (67,7 mln PLN).

Pod względem operacyjnym spółce udało się powiększyć bazę abonentów o 14,4 tys. użytkowników, przy czym liczba klientów korzystających z pakietów rodzinnych wzrosła o 3,6 tys. Spółka ponadto posiadała 15 tys. abonentów usług dostępu do szerokopasmowego Internetu oraz 60 tys. klientów usług telefonii komórkowej.

Podsumowując, wyniki Cyfrowego Polsatu osiągnięte w trzecim kwartale oceniamy neutralnie. Odwróceniu uległ negatywny trend utraty klientów w pakiecie rodzinnym, niemniej niewielki wzrost wciąż wskazuje na ochłodzenie jakie utrzymuje się na rynku płatnej telewizji. W naszym odczuciu czwarty kwartał powinien przynieść wzrost bazy klientów zwłaszcza w nowowprowadzonej usłudze internetowej. Ponadto aprecjacja polskiej waluty daje szansę na poprawę wyników nawet na nasyconym rynku.

Wraz z publikacją sprawozdania spółka poinformowała o transakcji zakupu 100% udziałów w Telewizji Polsat, która miałaby zostać sfinalizowana do końca 1Q2011. Kwota transakcji miałaby wynieść 3,75 mld PLN, przy czym sfinansowana byłaby częściowo emisją akcji (80,0 mln akcji wyemitowanych na rzecz akcjonariuszy Telewizji Polsat), a częściowo kredytem (2,6 mld PLN). Transakcja ta wydaje się potencjalnie kreować wartość dla akcjonariuszy Cyfrowego Polsatu. Pod względem prognozowanej na ten rok 11,7xEV/EBITDA wycena implikowana transakcją daje około 12,0% dyskonta w stosunku do TVN (Telewizja Polsat miała na koniec 2009 roku około 100 mln PLN gotówki netto, jednak bezpiecznie zakładamy, że w ramach dywidendy w bieżącym roku została wypłacona cała nadwyżka środków pieniężnych nad



zadłużeniem). Ponadto wyniki Telewizji Polsat dość mocno obciążone są w chwili obecnej przez stacje tematyczne (Polsat uruchamiał je zdecydowanie później niż TVN), co pozwala zakładać, że dynamika wyników segmentu telewizyjnego powinna być co najmniej taka sama jak w TVN (tu z kolei czynnikiem wzrostu będzie rentowność platformy 'n').

WZA zwołane na 17 grudnia

Na 17 grudnia zostało zwołane Walne Zgromadzenie, które ma upoważnić Zarząd do warunkowego podwyższenia kapitału oraz emisji warrantów subskrypcyjnych serii H. Emisja około 80 mln akcji jest jednym z elementów transakcji nabycia 100% udziału w Telewizji Polsat.

Plan startu LTE w 1Q2011 podtrzymany

Cyfrowy Polsat podtrzymał zapowiedzi uruchomienia w pierwszym kwartale 2011 roku internetu w technologii LTE. Spółka zamówiła już pierwszą partię modemów Speed 1000 i od początku grudnia rozpoczyna zapisy na promocję dla 10 tys. klientów umożliwiającą skorzystanie z nowej technologii za darmo nawet przez pół roku. Początkowo Cyfrowy Polsat zaoferuje modem pracujący z prędkością do 73 Mb/s przy pobieraniu danych i do 25 Mb/s przy wysyłaniu. Docelowo ma to być odpowiednio do 100 Mb/s i do 50 Mb/s. Start usługi szerokopasmowego dostępu do Internetu powinien wzmocnić pozycję konkurencyjną Cyfrowego Polsatu. Istotną kwestią pozostaje jeszcze cennik jaki na nowe prędkości wprowadzi spółka.



TVN (Trzymaj)

Cena bieżąca: 16,72 PLN

Cena docelowa: 16,5 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-29

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 897,3	2 123,4	11,9%	2 500,3	17,8%	2 741,1	9,6%	Liczba akcji (mIn)	341,9
EBITDA	711,4	794,8	11,7%	628,0	-21,0%	733,7	16,8%	MC (cena bieżąca)	5 716,2
marża EBITDA	37,5%	37,4%		25,1%		26,8%		EV (cena bieżąca)	7 884,9
EBIT	631,9	612,1	-3,1%	399,1	-34,8%	490,8	23,0%	Free float	43,7%
Zysk netto	363,7	420,8	15,7%	260,3	-38,1%	307,4	18,1%		
P/E	16,1	13,5		22,0		18,6		Zmiana ceny: 1m	-8,1%
P/CE	13,2	9,4		11,7		10,4		Zmiana ceny: 6m	-3,1%
P/BV	3,5	4,4		4,6		3,9		Zmiana ceny: 12m	29,6%
EV/EBITDA	9,6	9,5		12,6		10,5		Max (52 tyg.)	19,3
Dyid (%)	2,1	4,6		1,9		1,4		Min (52 tyg.)	12,6



Od momentu wydania przez nas negatywnej rekomendacji dla TVN pod koniec października kurs jego akcji spadł o 10,8%, podczas gdy indeks WIG20 wzrósł w tym samym czasie o 0,5%. Tak słaba relatywna stopa zwrotu na przestrzeni ostatniego miesiąca w znacznym stopniu wyczerpuje potencjał spadkowy dla akcji TVN. Spółka wciąż notowana jest z istotną premią w stosunku do zachodnich spółek telewizyjnych (43,9% na EV/EBITDA 2010 i 32,8% na bazie EV/EBITDA 2011), jednak oczekiwana poprawa wyników w platformie cyfrowej 'n' i wyprowadzenie jej na rentowność może być naszym zdaniem w krótkim okresie uzasadnieniem dla wyższej premii w notowaniach (na 2012 rok oczekujemy jej zredukowania do 19,1%). Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Wyniki oglądalności w październiku

W październiku 2010 roku całodobowy udział kanału TVN w rynku spadł do 17,1% z 19,0% rok wcześniej. W tym samym czasie całodobowy udział Polsatu zmniejszył się do 14,2% z 15,0%, udział TVP1 spadł do 18,3% z 19,6%, a TVP2 wzrósł do 14,8% z 13,9%. W przypadku grupy docelowej TVN, (czyli 16-49 lat, miasta 100 tys. plus) udział kanału TVN całodobowo spadł w październiku do 21,3% z 25,3%. Październikowe dane są potwierdzeniem słabszych tendencji w udziałach w widowni zarysowanych we wrześniu. Jesienna ramówka mimo odnowienia spotkała się z mniejszym zainteresowaniem widzów. W związku z tym oczekujemy, że również listopad pokaże kontynuację trendu spadku oglądalności.

Emisja euroobligacji do 250 mln EUR

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

Warunki emisji euroobligacji

TVN sprzedaje obligacje uprzywilejowane o stałym oprocentowaniu po cenie równej 100 proc. wartości nominalnej za łączną kwotę 175 mln EUR. Data zapadalności obligacji ustalona została na 15 listopada 2018 roku. Oprocentowanie obligacji TVN zostało ustalone na 7,875% rocznie, z odsetkami płatnymi w półrocznych okresach (15 maja i 15 listopada). Środki netto pozyskane z emisji obligacji na wykup całości obligacji senior notes o wartości 500 mln PLN



zapadalnych w 2013 r., spłatę istniejących kredytów TVN oraz gwarancji bankowych oraz pokrycie wybranych kosztów związanych z emisją obligacji. Spółka już wcześniej informowała o celach emisji długu. Pozytywnie odbieramy emisję tylko w zakresie wymaganym refinansowaniem (wcześniejszy komunikat mówił o emisji do 250 mln EUR długu). Koszt długu jest też niższy niż pierwotnie podana górna granica (10,0%). Niemniej wciąż koszt ten jest wyższy niż obsługa obecnego zadłużenia (ok. 6,75% dla obligacji i 5,2% dla gwarancji obciążających linię kredytową). Ponadto spółka poniesie około 10,0 mln dodatkowego kosztu wynikającego z premii wcześniejszego wykupu (obciąży on wyniki czwartego kwartału). Oczekiwania rynkowe zakładały, że wraz z odbiciem na rynku reklamowym spółka stopniowo zmniejszać będzie swoje zadłużenie. Decyzja o przedłużeniu zapadalności jego części na 2018 rok daje wyraźny sygnał, że w chwili obecnej TVN nie ma takiej intencji.

IT

14 chętnych na budowę systemu bezpieczeństwa morskiego

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

Przetarg na 68 mln PLN rozpisany przez KRUS

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



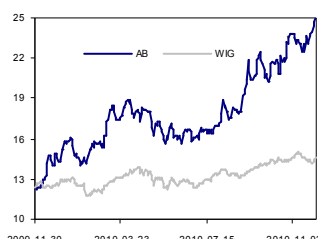
AB (Akumuluj)

Cena bieżąca: 25,09 PLN Cena docelowa: 23,4 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-28

(mIn PLN)	2008/09	2009/10P	zmiana	2010/11P	zmiana	2011/12P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 839,7	2 882,1	1,5%	2 891,8	0,3%	3 109,4	7,5%	Liczba akcji (mIn)	15,5
EBITDA	81,9	64,6	-21,1%	56,3	-12,8%	60,9	8,1%	MC (cena bieżąca)	387,8
marża EBITDA	2,9%	2,2%		1,9%		2,0%		EV (cena bieżąca)	469,0
EBIT	76,5	59,1	-22,7%	50,8	-14,1%	55,3	8,8%	Free float	45,8%
Zysk netto	27,0	34,6	28,4%	34,5	-0,3%	39,0	13,0%		
P/E	14,8	11,2		11,2		9,9		Zmiana ceny: 1m	5,1%
P/CE	12,4	9,7		9,7		8,7		Zmiana ceny: 6m	55,4%
P/BV	1,5	1,4		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	103,2%
EV/EBITDA	6,2	7,9		8,3		7,4		Max (52 tyg.)	25,1
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	12,4



Wyniki AB wypracowane w pierwszym kwartale roku obrotowego 2010/2011 odbieramy pozytywnie. Zwracamy przy tym uwagę, że niski zysk operacyjny okresu jest konsekwencją umacniającego się złotego oraz przyjętej przez spółkę polityki księgowej, zgodnie z którą różnice kursowe wynikające z przeszacowania sald zobowiązań i pozycji zabezpieczających księgowane są poniżej EBIT. Oczekujemy, że kolejne kwartały przyniosą solidne wyniki w czeskim ATC, które wykorzystuje trudności konkurentów do powiększania udziałów rynkowych. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Roczne sprawozdanie finansowe

Zgodnie z raportem rocznym AB wypracowało w minionym roku obrotowym 2009/2010 2 882,1 mln PLN przychodów; 58,3 mln PLN zysku operacyjnego oraz 35,2 mln PLN zysku netto. Zaraportowane wyniki tylko w nieznacznym stopniu różnią się od poziomów opublikowanych w sprawozdaniu za czwarty kwartał. Przychody są zgodne z wcześniejszą publikacją, wynik operacyjny o 1,4% niższy niż wcześniej publikowany, a wynik netto o 1,4% wyższy niż w sprawozdaniu za czwarty kwartał.

Udane rozpoczęcie roku

Wyniki za pierwszy kwartał roku obrotowego 2010/2011 opublikowane przez AB okazały się nieco lepsze od naszych oczekiwań. Dużym pozytywnym zaskoczeniem jest przede wszystkim dynamika wzrostu obrotów zanotowana przez Grupę (+21,1% r/r), co przełożyło się na 753,5 mln PLN przychodów (o 12,9% więcej od naszych szacunków). Nieznacznie niższa od naszych prognoz okazała się marża brutto na sprzedaży osiągnięta przez spółkę (4,7% vs. 4,9% prognozy), co jest efektem wyższych różnic kursowych (szacujemy, że wyniosły one około 6,3 mln PLN, podczas gdy w prognozie zakładaliśmy ich wartość na poziomie 3,2 mln PLN). Wyższe niż prognozowaliśmy było koszty ogólne działalności, które wyniosły 25,4 mln PLN, przy oczekiwanych 22,3 mln PLN, jednak jest to w głównej mierze efekt wyższych od oczekiwań przychodów osiągniętych przez spółkę. W relacji do sprzedaży koszty działalności wyniosły 3,4% vs. 3,3% implikowane naszą prognozą. Za jedyny zgrzyt w opublikowanych wynikach należy uznać bardzo wysokie saldo pozostałej działalności operacyjnej (-4,4 mln PLN wobec prognozowane -1,0 mln PLN). Głównym składnikiem salda są obciążenia wynikające z premii dla sieci handlowych, które łącznie (rezerwy i opłaty zrealizowane) wyniosły około 5,0 mln PLN. Zysk operacyjny pierwszego kwartału sięgnął w rezultacie 4,5 mln PLN i był o 44,5% niższy od oczekiwań. Niższa rentowność brutto zrekompensowana została wysokim saldem na działalności finansowej: + 5,6 mln PLN (+0,3 mln PLN w prognozie). Podobnie jak w przypadku marży brutto na sprzedaży o odchyleniu zadecydowały niedoszacowane różnice kursowe, które sięgnęły na poziomie salda 5,5 mln PLN, przy oczekiwanych przez nas 3,2 mln PLN. Przełożyło się to na 8,0 mln PLN zysku netto przy oczekiwaniach na poziomie 6,7 mln PLN.



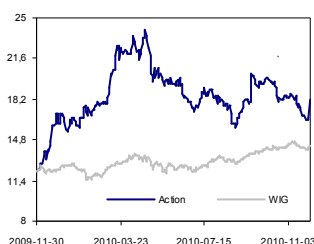
Action (Trzymaj)

Cena bieżąca: 18,25 PLN Cena docelowa: 18,16 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-05

(mIn PLN)	2007/08	2008/09	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 343,4	3 079,4	31,4%	2 183,1	-29,1%	2 320,1	6,3%	Liczba akcji (mln)	17,2
EBITDA	66,3	49,9	-24,7%	42,9	-14,0%	53,8	25,3%	MC (cena bieżąca)	314,5
marża EBITDA	2,8%	1,6%		2,0%		2,3%		EV (cena bieżąca)	388,6
EBIT	58,3	38,1	-34,7%	34,0	-10,6%	44,8	31,6%	Free float	30,1%
Zysk netto	33,8	23,3	-31,1%	24,4	4,7%	32,3	32,6%		
P/E	9,3	13,5		12,9		9,7		Zmiana ceny: 1m	-0,8%
P/CE	7,5	9,0		9,5		7,6		Zmiana ceny: 6m	-8,3%
P/BV	1,7	1,8		1,7		1,5		Zmiana ceny: 12m	46,0%
EV/EBITDA	7,0	7,3		9,1		7,1		Max (52 tyg.)	24,0
Dyid (%)	1,4	0,0		4,4		3,1		Min (52 tyg.)	12,5



Zgodnie z naszymi oczekiwaniami wyniki trzeciego kwartału w Actionie zawiodły inwestorów. Spodziewamy się, że również czwarty kwartał okaże się dla spółki trudnym okresem. Z drugiej jednak strony od momentu wydania przez nas pod koniec września negatywnej rekomendacji notowania Actionu spadły o 7,6%, co wskazuje na to, że negatywny scenariusz jest już w dużym stopniu dyskontowany przez inwestorów. Ponadto sądzimy, że po słabszym 2010 roku przyszły rok powinien przynieść istotną poprawę wyników płynącą z jednej strony z przeprowadzanej restrukturyzacji kosztowej, z drugiej z braku niezabezpieczonych strat na różnicach kursowych jakie spółka poniosła w 2Q2010. Tym samym oczekujemy na przyszły rok 27,3% wzrostu zysku netto, co obniża wskaźniki wyceny Actionu do 9,7xP/E oraz 7,1xEV/EBITDA, co jest wyceną zbliżoną do konkurentów. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Spowolnienie tempa wzrostu

Wyniki trzeciego kwartału 2010 roku w Actionie są nieco słabsze od naszych oczekiwań. Przychody spółki wyniosły 500,6 mln PLN, co jest rezultatem o 10,8% gorszym od naszych przewidywań. Słabsza od naszych prognoz okazała się również marża brutto na sprzedaży która wyniosła zaledwie 6,7% wobec 8,0% naszej prognozy. Niska marża jest najprawdopodobniej związana z większym od przez nas przewidywanego negatywnym wpływem ujemnych różnic kursowych.

Słabsza sprzedaż oraz niska rentowność brutto została częściowo zrekomensowana dzięki niższym kosztom ogólnym działalności, które sięgnęły 31,4 mln PLN (vs. 34,6 mln PLN naszej prognozy). Ponadto strata na różnicach kursowych zanotowana w marży brutto została odzyskana poprzez dodatnie różnice zaksięgowane w pozostałych przychodach operacyjnych. W rezultacie saldo na pozostałej działalności operacyjnej wyniosło aż +5,6 mln PLN vs. +0,5 mln PLN naszej prognozy. Przełożyło się to na 8,0 mln PLN zysku operacyjnego, podczas gdy oczekiwaliśmy 9,8 mln PLN zysku. Saldo działalności finansowej było zbliżone do prognoz. Źródłem dużego odchylenia jest natomiast obciążenie podatkowe. W trzecim kwartale Action zanotował ujemny podatek dochodowy na kwotę 0,3 mln PLN, przy naszej prognozie przewidującej 1,7 mln PLN naliczonego podatku. Dzięki ujemnemu podatkowi wynik netto okazał się nieznacznie wyższy od naszych oczekiwań o 2,4% i wyniósł 7,3 mln PLN.



ASBIS (Akumuluj)

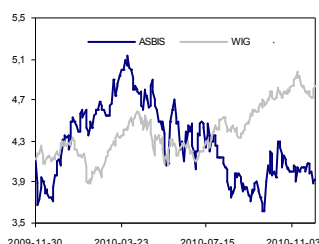
Cena bieżąca: 3,92 PLN

Cena docelowa: 4,08 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-28

(mIn USD)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 495,3	1 167,9	-21,9%	1 360,0	16,4%	1 453,2	6,9%	Liczba akcji (mln)	55,5
EBITDA	18,2	5,8	-68,1%	14,2	146,1%	18,0	26,4%	MC (cena bieżąca)	217,6
marża EBITDA	1,2%	0,5%		1,0%		1,2%		EV (cena bieżąca)	304,7
EBIT	15,3	2,9	-81,2%	11,3	290,1%	15,0	32,7%	Free float	34,2%
Zysk netto	4,0	-3,2		4,4		7,4	67,4%		
P/E	17,9			16,4		9,8		Zmiana ceny: 1m	-2,0%
P/CE	10,5			9,8		6,9		Zmiana ceny: 6m	-7,5%
P/BV	0,8	0,8		0,8		0,7		Zmiana ceny: 12m	4,8%
EV/EBITDA	5,7	14,5		7,1		5,7		Max (52 tyg.)	5,1
Dyid (%)	13,9	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,6



Asbis w niewielkim stopniu skorzystał w trzecim kwartale na osłabieniu dolara, co przełożyło się na negatywne zaskoczenie na osiągniętych wynikach. Dwa pierwsze miesiące czwartego kwartału były już zdecydowanie mniej sprzyjające pod względem otoczenia walutowego i będą dla spółki próbą ze skuteczności jej polityki hedgingowej. Wzrost popytu na sprzęt IT na rynkach rosyjskim i ukraińskim obserwowany w ostatnich kwartałach znajdzie naszym zdaniem kontynuację również w czwartym kwartale 210 oraz w 2011 roku, co znajdzie według nas odbicie we wzroście wolumenów sprzedaży oraz poprawie jej rentowności. Spodziewamy się w konsekwencji, że w 2011 roku Asbis znacząco poprawi wyniki (co przełoży się na (9,8xP/E 2011 i 5,7xEV/EBITDA) co stwarza według nas niewielki potencjał wzrostowy dla kursu. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Wyniki 3Q2010 – Hedging (niestety) tym razem zadziałał

Wyniki Asbisu za trzeci kwartał 2010 roku okazały się zgodne z naszymi oczekiwaniami na poziomie operacyjnym oraz słabsze na poziomie zysku netto. Powodem odchylenia od naszych oczekiwań jest duża strata poniesiona w saldzie działalności finansowej na pozycjach zabezpieczających. Słabo funkcjonująca w pierwszym półroczu strategia zabezpieczająca okazała się zabójczo skuteczna w trzecim kwartale, co spowodowało, że spółka w mocno ograniczonym stopniu skorzystała z dobrego otoczenia walutowego trzeciego kwartału. W ciągu pierwszych sześciu miesięcy roku zyski z pozycji hedgingowych stanowiły około 11,7% strat poniesionych z tego tytułu w marży brutto (0,47 mln USD zysku na różnicach i 4,0 mln USD straty najemnych różnicach). Tymczasem w trzecim kwartale przy odwróconych trendach walutowych straty na Hedging stanowiły 37,5% osiągniętych zysków (0,75 mln USD ujemnych różnic kursowych i 1,99 mln USD dodatnich różnic kursowych w marży brutto). Przychody Asbis wyniosły w omawianym okresie 357,4 mln USD i były zgodne z naszymi oczekiwaniami. W trendach sprzedażowych dominującym elementem jest dynamiczny wzrost sprzedaży na rynkach wschodnich (+68,6% r/r). Drugim rynkiem generującym istotne tempo wzrostu jest Afryka i Bliski Wschód, gdzie obroty wzrosły w ujęciu r/r o 20,7%. Wciąż słabiej zachowuje się natomiast rynek Europy Środkowo-Wschodniej, gdzie przychody zmalały w porównaniu do ubiegłego roku o 4,5%. W podziale na poszczególne kraje na uwagę zasługuje silne odbicie na rynku rosyjskim (wzrost o 85,4% r/r do 87,1 mln USD) i ukraińskim (+30,1% r/r do 40,0 mln USD) oraz białoruskim (+65,4% r/r do 15,4 mln USD). Słabo natomiast wypadł rynek słowacki (-13,1% r/r do 37,1 mln USD).

Nieznacznie niższa od przez nas spodziewanej była marża brutto na sprzedaży, co jednak zostało zrekomensowane niższymi o 0,7 mln USD od naszych prognoz kosztami ogólnego zarządu (13,1 mln USD vs. 13,8 mln USD naszej prognozy). W konsekwencji wynik operacyjny okresu sięgnął 4,1 mln USD i był dokładnie taki jakiego spodziewaliśmy się w naszych prognozach. Dużo wyższe niż oczekiwaliśmy było ujemne saldo na działalności finansowej, które wyniosło 2,7 mln USD przy 1,3 mln USD naszych oczekiwań. Za wysokie saldo tak jak opisaliśmy powyżej odpowiada większa niż dotychczas skuteczność strategii hedgingowych spółki. Ponadto mimo nieznacznie niższego na koniec kwartału długu netto (60,7 mln USD vs. 65,1 mln USD kwartał wcześniej) wyższe były koszty odsetkowe. W konsekwencji wynik netto trzeciego kwartału wyniósł zaledwie 1,2 mln USD i był o 1,0 mln USD niższy niż się spodziewaliśmy.



Asseco Poland (Kupuj)

Cena bieżąca: 53 PLN

Cena docelowa: 65,3 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-08-31

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 786,6	3 050,3	9,5%	3 193,7	4,7%	3 389,2	6,1%	Liczba akcji (mln)	77,6
EBITDA	591,8	646,1	9,2%	641,2	-0,7%	663,2	3,4%	MC (cena bieżąca)	4 111,0
marża EBITDA	21,2%	21,2%		20,1%		19,6%		EV (cena bieżąca)	4 231,1
EBIT	494,3	525,5	6,3%	517,6	-1,5%	537,0	3,7%	Free float	60,2%
Zysk netto	321,6	373,4	16,1%	404,2	8,3%	383,0	-5,3%		
P/E	12,8	11,0		10,2		10,7		Zmiana ceny: 1m	-0,9%
P/CE	9,8	8,3		7,8		8,1		Zmiana ceny: 6m	-7,7%
P/BV	1,1	1,0		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	-12,6%
EV/EBITDA	7,1	7,0		6,6		6,1		Max (52 tyg.)	63,4
Dyid (%)	2,9	2,6		2,9		2,8		Min (52 tyg.)	49,2



Listopad był miesiącem, w którym Asseco Poland z sukcesem zamknęło ofertę 5,4 mln akcji, które zostały wyemitowane w miejsce umarzanych akcji własnych oraz zaprezentowało bardzo dobre wyniki finansowe trzeciego kwartału. Dobre wyniki nie uchroniły spółki przed spadkiem notowań. Od początku roku notowania Asseco Poland obniżyły się o 15,5% co jest największą tegoroczną przeceną w indeksie WIG20. Uważamy, że wraz z wyczerpaniem się ryzyka podaży akcji własnych ze strony spółki notowania powinny wrócić do poziomów bardziej zbliżonych do wycen spółek porównywalnych (21,6% dyskonta na bazie P/E 2010, 13,9% na bazie EV/EBITDA 2010). Dużej szansy dla spółki upatrujemy w sektorze publicznym, gdzie Asseco Poland powinno być aktywnym uczestnikiem budowy elektronicznej administracji w ramach siódmej osi priorytetowej Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Duża pozytywna niespodzianka

Opublikowane przez Asseco Poland wyniki trzeciego kwartału 2010 roku są znacząco lepsze od naszych oczekiwań i konsensusu rynkowego. W raportowanych wynikach zawarte są dwa wydarzenia jednorazowe. Kwota 7,7 mln PLN zysku uzyskanego na sprzedaży nieruchomości przez spółkę zależną powiększyła pozostałe przychody operacyjne i raportowany EBIT. Z drugiej strony na poziomie salda na działalności finansowej negatywnie na wynik przed podatkiem wpłynęło 2,6 mln PLN aktualizacji wartości opcji put wystawionej na rzecz jednego z członków kierownictwa Formula Systems. Pomijając wpływ tych wydarzeń wyniki Asseco Poland nadal kształtują się powyżej rynkowych oczekiwań.

Przychody trzeciego kwartału okazały się nieznacznie wyższe od naszych oczekiwań i wyniosły 739,4 mln PLN (+1,3% vs. nasza prognoza). Dużym pozytywnym zaskoczeniem jest natomiast rentowność brutto uzyskana w tym okresie. Sięgnęła ona 35,9% i była o 1,4 pp. wyższa niż szacowaliśmy, co wraz z wyższymi przychodami przełożyło się na zysk brutto na sprzedaży o 13,2 mln PLN wyższy niż w naszej prognozie. Ponadto niższe od naszych oczekiwań okazały się koszty ogólne działalności Grupy, które wyniosły 112,2 mln PLN wobec 116,0 mln PLN naszych szacunków. Saldo pozostałej działalności operacyjnej wyniosło +5,8 mln PLN (vs. +1,5 mln PLN prognozy). Odchylenie jest spowodowane w dużej mierze wspomnianym wyżej zyskiem na sprzedaży nieruchomości. W konsekwencji powyższych tendencji zysk operacyjny trzeciego kwartału sięgnął 158,7 mln PLN wobec prognozowanych przez nas 137,4 mln PLN.

Saldo na działalności finansowej wyniosło +2,1 mln PLN, przy oczekiwanych przez nas +5,0 mln PLN. Źródłem odchylenia jest wspomniana rewaluacja przyznanej opcji put. Podatek dochodowy wyniósł 29,2 mln PLN (efektywna stawka podatkowa 18,2%) a zysk mniejszości 21,8 mln PLN. W rezultacie wynik netto przypadający akcjonariuszom Asseco Poland wyniósł 109,8 mln PLN vs. 92,7 mln PLN naszej prognozy.

Podsumowując, wyniki Asseco Poland oceniamy pozytywnie. Zwracamy przy tym uwagę, że wysoka jakość wyników nie pochodzi jak to zdarzało się we wcześniejszych kwartałach wyłącznie z wysokiej rentowności spółki-matki, lecz została wypracowana przez większość spółek (zysk operacyjny 3Q2010 wzrósł jedynie z 90,0 mln PLN do 94,3 mln PLN, głównie dzięki włączeniu do konsolidacji ABG).

Kontrakt z ENEA Operator

Asseco Poland zdobyło kontrakt w Enea Operator na serwis systemów bilingowych "HandelMax" i "EnergOs" obsługujących klientów z obszaru szczecińskiego i bydgoskiego. Wartość zlecenia to 1,04 mln PLN netto. Biorąc pod uwagę roczne obroty generowane przez Grupę Asseco kontrakt z ENEA Operator jest całkowicie pomijalny.

Bez odwołania w sprawie TETRA

Asseco Poland nie złożyło odwołania od decyzji dotyczącej braku zaproszenia dla spółki w

dialogu konkurencyjnym w przetargu na pierwszy etap OCSŁR. Odwołanie takie złożył m.in. ATM. Decyzja ta jest dosyć zaskakująca i wynikać może w naszym mniemaniu z koncentracji na innych zamówieniach przewidzianych Siódmą Osią Priorytetową PO IG.

Zielone światło dla przejęcia Formula System

Akcjonariusze funduszu Emblaze Walnym Zgromadzeniu wyrazili zgodę na sprzedaż 49,19% akcji Formula Systems na rzecz Asseco Poland. Docelowo, po transakcji nabycia akcji od spółki Emblaze Ltd. oraz zrealizowaniu opcji sprzedaży akcji, Asseco będzie posiadać około 6,82 mln akcji Formula Systems, stanowiące 50,19% w kapitale zakładowym oraz 51,18% głosów na Walnym Zgromadzeniu Formula Systems. Zarządy Formula Systems i Asseco Poland zapewniły, że nie istnieje zagrożenie dla zamknięcia transakcji, dlatego też informacja o akceptacji warunków umowy przez Emblaze była oczekiwana przez inwestorów.

Zamówienie od GUS

Asseco Systems wygrało przetarg w GUS w ramach projektu System Informacyjny Statystyki Publicznej (SISP). Kontrakt dotyczy dostawy sprzętu teleinformatycznego i licencji oprogramowania oraz zaprojektowania i wdrożenia następujących systemów informacyjnych w ramach projektu SISP: Systemu Certyfikacji i Kontroli Dostępu (SCIKD), Systemu Zarządzania i Monitorowania Infrastruktury Technicznej (SZMIT) oraz Systemu Informacyjnego Intranet (SII). Wartość zamówienia to 28,44 mln PLN netto. Asseco Systems od początku 2011 roku zostanie wchłonięte przez Asseco Poland. Wartość powyższego zamówienia to około 0,9% rocznych skonsolidowanych przychodów całej Grupy oraz około 10% obrotów generowanych w ciągu roku przez Asseco Systems. Jednocześnie jest to kolejny kontrakt publiczny, który realizowany będzie w ramach budowy elektronicznej administracji.

WZA za połączeniem z Asseco Systems i Alatusem

Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy podjęło decyzję o połączeniu z Asseco Systems i Alatusem od 1 stycznia 2011 roku. W obu spółkach Asseco Poland jest jedynym akcjonariuszem. Informacja o zamiarze przeprowadzenia konsolidacji obydwu spółek była już wcześniej znana inwestorom i z tego powodu nie stanowi zaskoczenia. Oszczędności kosztowe wynikające z powyższego połączenia będą jednak ze względu na specyfikę działalności podmiotów mniejsze niż w przypadku analogicznej operacji połączenia przeprowadzonej z ABG na początku bieżącego roku.



ComArch (Trzymaj)

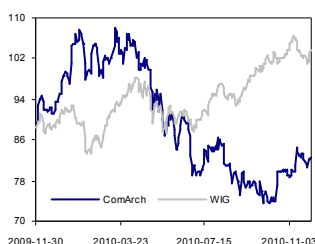
Cena bieżąca: 82,5 PLN

Cena docelowa: 79,5 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-03

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	701,0	729,4	4,1%	701,4	-3,8%	803,5	14,5%	Liczba akcji (mln)	8,1
EBITDA	66,0	56,2	-14,8%	55,4	-1,4%	86,1	55,5%	MC (cena bieżąca)	664,3
marża EBITDA	9,4%	7,7%		7,9%		10,7%		EV (cena bieżąca)	577,4
EBIT	45,9	14,3	-68,8%	15,8	10,3%	47,1	197,7%	Free float	22,5%
Zysk netto	199,1	32,3	-83,8%	34,9	8,2%	43,8	25,5%		
P/E	3,3	20,4		19,0		15,2		Zmiana ceny: 1m	4,4%
P/CE	3,0	8,9		8,9		8,0		Zmiana ceny: 6m	-3,3%
P/BV	1,2	1,2		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	-12,2%
EV/EBITDA	9,0	10,1		10,4		6,5		Max (52 tyg.)	107,9
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	73,6



Comarch pozytywnie zaskoczył nas wynikami trzeciego kwartału, na co wpływ miało naszym zdaniem rozpoczęcie na szerszą skalę prac nad kontraktem realizowanym dla Eplusa. Czynnikiem wciąż hamującym większą skalę poprawy wyników jest nadal Comarch Software und Beratung (dawny SoftM), który mimo oczekiwań Zarządu wciąż generuje straty. Dużym obciążeniem dla akcjonariuszy może być też według nas planowane podwyższenie kapitału w klubie piłkarskim Cracovia (mówi się o 30 mln PLN zainwestowanych w klub przez spółkę). Dobry, o 7,7% wyższy r/r backlog na rok przyszły przełoży się naszym zdaniem na poprawę wyników w 2011 roku, jednak Comarch pozostaje najdroższą dużą spółką informatyczną na polskiej giełdzie. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Bardzo dobre wyniki w jednostce dominującej

Comarch zaprezentował bardzo dobre wyniki za trzeci kwartał 2010 roku głównie za sprawą znakomych rezultatów osiągniętych przez spółkę-matkę. Przychody Comarchu wyniosły 177,3 mln PLN wobec oczekiwanych przez nas 140,1 mln PLN. Pozytywne zaskoczenie na sprzedaży pochodzi przede wszystkim z segmentu telekomunikacyjnego, gdzie widoczny jest efekt rozpoczęcia na szerszą skalę prac nad projektem E-plusa (wzrost wpływów o 25,9% do 37,5 mln PLN) oraz w segmencie użyteczności publicznej, gdzie Comarch bardzo dobrze poradził sobie ze zrekompensowaniem ubiegłorocznego dużego kontraktu dla PGNiG (spadek przychodów o 47,0% do 29,0 mln PLN). Marża brutto na sprzedaży wyniosła w omawianym okresie 21,8% wobec oczekiwanych przez nas 21,0%. Nieco wyższe od naszych oczekiwań okazały się koszty sprzedaży i ogólnego zarządu (28,4 mln PLN vs. 25,0 mln PLN naszej prognozy). Saldo pozostałej działalności operacyjnej wyniosło -0,6 mln PLN, przy oczekiwanym przez nas -1,0 mln PLN. Przełożyło się to na 9,7 mln PLN zysku operacyjnego, podczas gdy nasza prognoza zakładała osiągnięcie przez spółkę zysku w wysokości 3,4 mln PLN. Dużą stratę zanotowała przy tym spółka Comarch Software Und Beratung (dawny SoftM), który w trzecim kwartale stracił na poziomie operacyjnym 8,1 mln PLN. Ponadto 2,2 mln PLN wyniosła strata poniesiona przez spółki celowe. Saldo na działalności finansowej sięgnęło 1,2 mln PLN i było zbliżone do naszych oczekiwań. Bardzo duże okazało się w trzecim kwartale obciążenie podatkowe Grupy. Efektywna stawka podatkowa wyniosła 49,3%, co przełożyło się na 5,3 mln PLN podatku dochodowego. Za wysokie obciążenie fiskalne najprawdopodobniej w dużej mierze odpowiedzialny jest brak optymalizacji podatkowej (duże straty części spółek zależnych nie obniżyły wysokiej bazy podatkowej w spółce-matce). Zysk netto trzeciego kwartału wyniósł 7,6 mln PLN, wobec 5,1 mln PLN naszej prognozy.

Ponadto na koniec października bieżący portfel kontraktów wyniósł 537,2 mln PLN, wobec 521,2 mln PLN zamówień posiadanych przez spółkę w analogicznym okresie ubiegłego roku (+3,1% r/r). Jednocześnie w tym samym momencie wartość backlogu na przyszły rok z pominięciem SoftM wyniosła 232,2 mln PLN, co jest wartością o 7,7% większą niż backlog na 2010 rok posiadany przez Comarch na koniec października w zeszłym roku.

Podsumowując, wyniki Comarchu oceniamy bardzo dobrze zwłaszcza w kontekście wysokich strat poniesionych na rynku niemieckim. Wzrost kontraktacji na przyszły rok daje według nas duże szanse na kontynuację poprawy wyników również w przyszłym roku.

Kontrakt z ZUS

Według niepotwierdzonych informacji PAP, Comarch w konsorcjum z Mellon Poland podpisał z Zakładem Ubezpieczeń Społecznych umowę o wartości 24,3 mln PLN brutto na system kierowania ruchem klientów. Poza Comarchem oferty w tym przetargu złożyły: Gildia (40,72 mln PLN) i Q-Matic Poland (49,98 mln PLN). Przetarg ten został rozpisany przez ZUS w styczniu tego roku i dotyczył dostarczenia i wdrożenia sprzętu i oprogramowania do Systemu Kierowania Ruchem klientów w Terenowych Jednostkach Organizacyjnych ZUS (346 lokalizacji na terenie Polski), przeprowadzenia szkolenia pracowników oraz zapewnienie wsparcia w utrzymaniu dostarczonego rozwiązania. Brak jest informacji na temat udziału poszczególnych



konsorcjantów w pracach przewidzianych projektem. Zakładając równy udział współpracujących firm, potwierdzenie informacji PAP oznaczałoby powiększenie portfela zamówień Comarchu o kwotę 9,9 mln PLN. Powyższe zamówienie jest jednocześnie kolejnym wchodzącym w skład programu budowy elektronicznej administracji.

Kolejne kontrakty do backlogu

Comarch otrzymał również zamówienia od MSP i Urzędu Miasta Zabrze. To pierwsze dotyczy asysty technicznej, usług konsultacyjnych oraz serwisu zintegrowanego systemu informatycznego, a jego wartość to 1,42 mln PLN netto. W ramach drugiego Comarch opracuje i wdroży kompleksowy system e-informacji kulturalnej (wartość prac wynosi około 1,0 mln PLN). Łącznie zamówienia stanowią około 0,3 % przewidywanych przez nas na ten rok przychodów spółki.



Komputronik (Trzymaj)

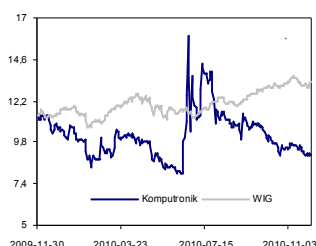
Cena bieżąca: 9,01 PLN

Cena docelowa: 10,12 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-28

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	758,7	982,9	29,6%	834,5	-15,1%	888,5	6,5%	Liczba akcji (mln)	8,6
EBITDA	15,0	5,7	-62,0%	13,8	142,1%	19,1	38,6%	MC (cena bieżąca)	77,4
marża EBITDA	2,0%	0,6%		1,7%		2,2%		EV (cena bieżąca)	116,4
EBIT	10,0	-3,2		5,5		10,8	94,4%	Free float	25,2%
Zysk netto	5,8	-1,9		3,3		6,1	86,5%		
P/E	12,7			23,7		12,7		Zmiana ceny: 1m	-4,1%
P/CE	6,8	10,5		6,7		5,4		Zmiana ceny: 6m	11,5%
P/BV	0,5	0,6		0,6		0,5		Zmiana ceny: 12m	-18,8%
EV/EBITDA	6,1	21,3		8,4		6,0		Max (52 tyg.)	16,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	8,0



W grudniu Komputronik publikuje wyniki drugiego kwartału roku obrotowego 2010/2011, które naszym zdaniem dzięki wyłączeniu z konsolidacji części kosztów generowanych przez Karen przyniosą pozytywny wynik operacyjny i zysk netto (pierwszy rentowny trzeci kwartał kalendarzowy od trzech lat). Transakcje z Texass Ranch w wyniku których Komputronik stracił kontrolę nad spółką wciąż budzą nasze obawy w kwestii rzeczywistej materializacji postanowienia w największym stopniu wpływającym na wartość Komputronika (za dwa lata spółka ma otrzymać za posiadany pakiet akcji Karen około 49,0 mln PLN). Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.



Sygnity (Kupuj)

Cena bieżąca: 15,2 PLN

Cena docelowa: 18,2 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-02

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	995,7	572,7	-42,5%	653,0	14,0%	756,8	15,9%	Liczba akcji (mIn)	11,9
EBITDA	56,6	-60,3		22,0		39,1	78,0%	MC (cena bieżąca)	180,7
marża EBITDA	5,7%	-10,5%		3,4%		5,2%		EV (cena bieżąca)	219,6
EBIT	11,5	-94,8		-9,6	-89,9%	8,4		Free float	66,1%
Zysk netto	-1,5	-89,4	5923,7%	-13,7	-84,7%	0,3			
P/E						693,8		Zmiana ceny: 1m	-0,4%
P/CE	4,1			10,1		5,8		Zmiana ceny: 6m	5,2%
P/BV	0,5	0,6		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	17,0%
EV/EBITDA	3,5			10,0		5,5		Max (52 tyg.)	18,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	11,9



Wyniki Sygnity za trzeci kwartał zgodnie z oczekiwaniami nie dały powodu do entuzjazmu wśród inwestorów. Czwarty kwartał spółka zakończy według nas pozytywnym wynikiem operacyjnym i gotówką netto jednak nie wystarczy to by w istotny sposób zmienić bardzo słabe osiągnięcia pierwszych trzech kwartałów roku. Wyraźnych efektów prowadzonej restrukturyzacji spodziewamy się począwszy od pierwszego kwartału 2011 roku. Zrealizowany w ramach zwolnień grupowych spadek zatrudnienia o 400 osób pozwoli w przyszłym roku obniżyć koszty działalności o około 25 mln PLN, co wraz z konsolidacją funkcjonalną spółek zależnych wpłynie na osiągnięcie w przyszłym roku progu rentowności na poziomie operacyjnym. Jednocześnie lepszy portfel zamówień na przyszły rok (204 mln PLN vs. 164 mln PLN rok wcześniej) przełoży się według nas na wzrost przychodów spółki w ujęciu r/r po raz pierwszy od 2007 roku. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Operacyjnie nieznacznie powyżej oczekiwań

Wyniki Sygnity za 3Q2010 nie odbiegały znacząco od naszych oczekiwań i konsensusu rynkowego. Sprzedaż spółki wyniosła w raportowanym okresie 12,2 mln PLN tj. o 1,7% mniej od naszych oczekiwań. Istotnie niższa od naszych oczekiwań była marża brutto na sprzedaży, co może wynikać z faktu zaksięgowania kosztów odpraw (3,0 mln PLN) w kosztach sprzedanych produktów i wyrobów zamiast na saldzie pozostałej działalności operacyjnej jak to uwzględniliśmy w naszej prognozie. Ostatecznie marża wyniosła 14,9%, podczas gdy oczekiwaliśmy jej wysokości na poziomie 20,8%.

Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wyniosły 29,0 mln PLN, tj. o 5,0 mln PLN mniej niż zakładaliśmy w prognozie. Saldo na pozostałej działalności operacyjnej sięgnęło +2,3 mln PLN, przy naszych oczekiwaniach na poziomie -4,0 mln PLN. W konsekwencji wynik operacyjny trzeciego kwartału wyniósł -8,5 mln PLN wobec -12,1 mln PLN. Saldo na działalności finansowej wyniosło -2,5 mln PLN, o 1 mln PLN mniej niż zakładaliśmy w prognozie. W związku z tym wynik netto okazał się zbliżony z naszymi oczekiwaniami i wyniósł -12,4 mln PLN (vs. -12,7 mln PLN naszej prognozy).

Podsumowując, wyniki oceniamy umiarkowanie pozytywnie. O około 1,0 mln PLN niższe niż zakładaliśmy okazały się rezerwy na odprawy zaksięgowane w wynikach. Pomijając to odchylenie wynik operacyjny nadal jednak pozostaje lepszy niż oczekiwaliśmy. Również pod względem gotówkowym sytuacja w spółce przedstawia się korzystnie. Dług netto wzrósł co prawda do 29,0 mln PLN, jednak w kontekście czwartego kwartału, który tradycyjnie jest okresem wzrostu płynności należy się spodziewać, że spółka zakończy ten rok z pozytywną pozycją gotówkową.

Prezes Biedrzycki o pespektywach 2010 i 2011 roku

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

Blżej zamówienia na portal informacyjny dla ZUS

Krajowa Izba Odwoławcza pozytywnie rozpatrzyła wniosek Comarchu o odrzucenie oferty

Compu na wykonanie Nowego Portalu Informacyjnego ZUS. Jednocześnie KIO odrzuciła drugi wniosek Comarchu dotyczący wykluczenia z postępowania oferty Sygnity. Tym samym po odrzuceniu oferty Comp (16,4 mln PLN brutto) najtańszą ze złożonych ofert jest właśnie oferta Sygnity (18,1 mln PLN brutto). Następne w kolejności są oferty Comarchu (około 24,0 mln PLN) oraz S&T Services Polska (26,3 mln PLN). Według dokonanych wcześniej ocen oferta Compu uzyskała 100 pkt., oferta Sygnity i Winuela została oceniona na 93,51 pkt, a oferta Comarchu na 63,12 pkt. Po wykluczeniu Comp szanse Sygnity na ostateczną realizację zamówienia znacząco rosły. Wartość netto kontraktu (około 14,8 mln PLN) stanowiłaby około 2,7% przychodów jakie spółka najprawdopodobniej osiągnie w tym roku. Podobnie jak zamówienie dla Comarchu (system kierowania ruchem klientów ZUS) powyższe zlecenie jest elementem Platformy Usług Elektronicznych realizowanych w ramach budowy elektronicznej administracji.

Kontrakt z PSE

Konsorcjum Sygnity i Winuela (spółka z grupy Sygnity), w wyniku wygrania przetargu, podpisało umowę na serwis techniczny platformy sprzętowo-programowej systemu SIRE, eksploatowanego przez Polskie Sieci Elektroenergetyczne. Umowa została podpisana na trzy lata, a jej wartość to 18,94 mln PLN. Jest to utrzymanie systemu zbudowanego przez Winuel kilka lat temu. Całkowita wartość zamówienia to około 2,8% skonsolidowanych przychodów jakie spółka osiągnie w bieżącym roku. Na 2011 rok przypadać jednak będzie około 5,0 mln PLN, czyli 0,9% skonsolidowanych przychodów 2010 roku.

Odwołanie Comp od decyzji KIO

Według nieoficjalnych informacji PAP Comp złożył odwołanie do Sądu Okręgowego w Warszawie od decyzji KIO dotyczącej wykluczenia z postępowania przetargowego na Nowy Portal Informacyjny ZUS. W chwili obecnej trwa ponowna ocena ofert. Największe szanse przy utrzymaniu wykluczenia Comp ma Sygnity. W przypadku przyjęcia odwołania przez Sąd Okręgowy utrzymana zostanie najprawdopodobniej punktacja z pierwotnej oceny (Comp 100 pkt, Sygnity 93,51 pkt, Comarch 63,12 pkt).

Górnictwo, metale



KGHM (Redukuj)

Cena bieżąca: 141,2 PLN Cena docelowa: 122 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-12

Podstawowe dane (mIn PLN)

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana		
Przychody	11 302,9	11 060,5	-2,1%	15 331,0	38,6%	13 686,8	-10,7%	Liczba akcji (mln)	200,0
EBITDA	4 077,7	3 645,7	-10,6%	6 235,9	71,0%	4 479,4	-28,2%	MC (cena bieżąca)	28 240,0
marża EBITDA	36,1%	33,0%		40,7%		32,7%		EV (cena bieżąca)	26 171,9
EBIT	3 596,4	3 098,1	-13,9%	5 621,6	81,5%	3 808,9	-32,2%	Free float	36,0%
Zysk netto	2 910,4	2 540,9	-12,7%	4 544,1	78,8%	3 085,2	-32,1%		
P/E	9,7	11,1		6,2		9,2		Zmiana ceny: 1m	7,5%
P/CE	8,3	9,1		5,5		7,5		Zmiana ceny: 6m	50,1%
P/BV	2,7	2,7		2,0		1,8		Zmiana ceny: 12m	30,4%
EV/EBITDA	6,5	7,5		4,2		5,9		Max (52 tyg.)	144,0
Dywidenda (%)	6,4	8,3		2,1		7,1		Min (52 tyg.)	86,5



Nieco słabsze niż oczekiwaliśmy wyniki za 3Q mają już znaczenie historyczne, po tym jak decyzja FED o QE2 wywołała dynamiczny wzrost cen surowców i spółek z sektora wydobywczego. W kontekście KGHM nie można zapomnieć, że FED osłabiając USD uderza w największego konsumenta miedzi (40% światowego popytu) - Chiny. Rosnąca presja inflacyjna (również ze strony drożejących surowców) zapewne skłoni władze chińskie do dalszego zacieśniania polityki monetarnej i chłodzenia gospodarki. Naszym zdaniem Chiny nie zawahają się użyć jeszcze innego narzędzia. W połowie października SRB zaczęło sprzedawać zapasy wybranych metali (aluminium, nikiel). SRB posiada ok. 700 tys. ton miedzi, tj. o 150 tys. ton więcej niż zapasy monitorowane przez giełdy. Pomimo, że średnia cena miedzi na LME w 4Q jest o 16% wyższa niż w 3Q, to po uwzględnieniu kursów walutowych cena denominowana w PLN to zaledwie 6,6% więcej. Zarząd KGHM nie podwyższa tegorocznej prognozy bo obawia się strat na transakcjach zabezpieczających - z chwilą rozliczenia wartości czasowej opcji otwartych pozycji (przy obecnie wysokich cenach Cu). Podtrzymujemy negatywną rekomendację dla akcji spółki.

Rynek miedzi

90% transakcji na LME to transakcje funduszy, oderwane od realnej gospodarki (dodatkowo tworzone są fundusze, które mają dokonywać fizycznego zakupu metali). Przy tak silnym wpływie spekulacji na ceny analiza rynku ma zastosowanie tylko w długim okresie. Wykorzystanie mocy produkcyjnych kopalń nadal utrzymuje się na bardzo niskim poziomie (82%), co jednak jest konsekwencją kryzysu 2008/9 roku (przesunięcie inwestycji w czasie) i wraz ze wzrostem cen i dostępności finansowania będzie rosło. Wg Prezesa Rio Tinto produkcja tylko w Afryce do roku 2015 wzrośnie z obecnych 1,2 mln ton miedzi do 3 mln ton. Fakt, że KGHM jest w stanie sfinansować inwestycje w złożę o rocznej produkcji 50 tys. ton miedzi i 100 tys. uncji złota za równowartość kwartalnej EBITDA (przy koszcie jednostkowym produkcji projektu na poziomie ok. 1,5 tys. USD/t) nakazuje ostrożność przy szacowaniu przyszłych marż producentów (tylko w oparciu o bieżące ceny surowców, obecnie marże EBITDA powyżej 40%). W krótkim okresie również nie widzimy uzasadnienia tak wysokich cen metali. Oficjalne zapasy miedzi (bez SRB) stanowią równowartość 3,5 tygodnia światowej konsumpcji. To blisko dwukrotnie więcej niż w szczycie hossy w 2007 roku. „Ostatni gasi światło”.



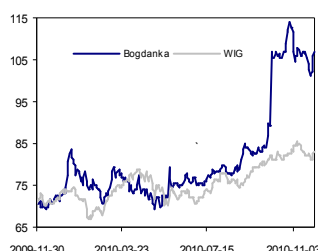
LW Bogdanka (Kupuj)

Cena bieżąca: 107,1 PLN Cena docelowa: 125,9 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-09

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 118,4	1 118,0	0,0%	1 243,0	11,2%	1 521,1	22,4%	Liczba akcji (mln)	34,0
EBITDA	368,0	376,2	2,2%	414,7	10,2%	567,6	36,9%	MC (cena bieżąca)	3 642,8
marża EBITDA	32,9%	33,6%		33,4%		37,3%		EV (cena bieżąca)	3 655,2
EBIT	226,7	226,7	0,0%	265,2	17,0%	342,6	29,2%	Free float	33,0%
Zysk netto	191,5	191,5	0,0%	213,6	11,6%	257,5	20,5%		
P/E	19,0	19,0		17,1		14,1		Zmiana ceny: 1m	-5,0%
P/CE	10,9	10,7		10,0		7,6		Zmiana ceny: 6m	42,8%
P/BV	2,1	1,9		1,9		1,7		Zmiana ceny: 12m	50,8%
EV/EBITDA	8,8	9,7		8,8		6,7		Max (52 tyg.)	113,9
Dyid (%)	0,2	2,4		0,5		0,6		Min (52 tyg.)	69,4



Bardzo dobre wyniki za 3Q oraz poprawiająca się sytuacja na krajowym rynku węgla pozwalają z optymizmem patrzeć na rok 2011. Wezwanie ogłoszone przez NWR (100,75 PLN/akcję) nie doszło do skutku. Jego efekt jest jednak taki, że przy ocenie atrakcyjności LWB inwestorzy są skłonni dyskontować nie tylko najbliższy rok, ale okres w którym wyniki spółki istotnie poprawią się po oddaniu inwestycji w Polu Stefanów (podwojenie produkcji, kosztowy efekt skali). Sprzyja temu wysoka przewidywalność wyników LWB (łatwo prognozowany wolumen produkcji, kontrola kosztów, rosnące prawdopodobieństwo dalszego wzrostu cen węgla). Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Perspektywa najbliższych kwartałów w LWB

Podobnie jak w poprzednich latach 4Q będzie dla spółki istotnie słabszy niż 3Q, na co wpływ mają dodatkowe rezerwy a także niższy wolumen produkcji i sprzedaży (mniejsza liczba dni pracy przez okres świąteczny), co powoduje wzrost jednostkowego kosztu produkcji (wysokie koszty stałe 4Q, premie dla pracowników) przy niższej efektywnej cenie sprzedaży (mniej węgla, jaki LWB może sprzedać poza kontraktami długoterminowymi).

Krajowy rynek węgla

W 3Q eksport węgla z Polski wzrósł do 2,6 mln ton przy jednoczesnym spadku importu do 1,8 mln ton. Dodatni bilans handlowy węgla wystąpił po raz pierwszy od 2007 roku. Przy nadal spadającej produkcji krajowej i rosnącym popycie (odpowiednio: narastająco za 3 kwartały r/r: -3,2%, +4,6%) zapasy węgla obniżyły się do 4,8 mln ton na koniec września (6,1 mln ton w maju br.). Różnica w cenie krajowego i węgla importowanego utrzymuje się na poziomie ponad 20% (za GJ), co pozwala kopalniom śląskim podwyższać ceny sprzedaży. Trend ten powinien utrzymać się w kolejnych kwartałach.

Nowa prognoza na 2010 rok

Spółka opublikowała podwyższenie prognozy wyników finansowych na 2010 roku. Dotychczasowe prognozy zakładały: przychody 1,228 mld PLN, EBIT 242 mln PLN, EBITDA 391 mln PLN i zysk netto 201 mln PLN. Nowa prognoza to: przychody 1,237 mld PLN, EBIT 270 mln PLN, EBITDA 410 mln PLN i zysk netto 224 mln PLN. Podwyższenie prognozy Zarząd argumentuje wyższym wolumenem produkcji (... spółka zrealizuje większy niż pierwotnie planowano wolumen produkcji węgla handlowego. Wzrost produkcji węgla handlowego w roku 2010, w stosunku do roku 2009, wyniesie ok. 11%, a nie blisko 9%, jak pierwotnie zakładano ... Prognozowany wzrost produkcji węgla handlowego nastąpi przy niemal niezmiennym poziomie wydobycia urobku węglowego. Możliwe to będzie dzięki utrzymaniu wysokiego uzysku węgla, który jest wynikiem wprowadzanych rozwiązań technologicznych i organizacyjnych). Naszym zdaniem, głównym powodem wyższego wyniku operacyjnego i zysku netto będą niższe rezerwy (w stosunku do wcześniejszej prognozy) jakie Zarząd zawiąże w 4Q (kwartał charakteryzuje wysoki ich poziom vs. pozostałe trzy, co istotnie obniża wynik netto). Wzrost wolumenu produkcji powinien przekładać się na wzrost przychodów. Zmiana prognozy w tym zakresie jedynie o 10 mln PLN oznacza, że przy wyższym wolumenie produkcji cena jednostkowa sprzedaży będzie niższa a to powinno obniżać marżę operacyjną a nie ją zwiększać. Nowa prognoza nie wpływa na naszą wycenę i rekomendację.

Przemysł

ES-System

Wyniki 3Q10

W 3Q10 przychody ze sprzedaży wzrosły o 7,2% r/r, głównie za sprawą rosnącej sprzedaży na terenie kraju (+9,6% r/r). Sprzedaż eksportowa spadła o 0,01% w związku z wysoką bazą 3Q09 (w 3Q09 nastąpiło oddanie do użytku dużej galerii na Litwie, a wartość realizowanego kontraktu wyniosła około 2 mln PLN) oraz umocnieniem się PLN do EUR o średnio 4,4% r/r w 3Q10. Również w 3Q10 nastąpiło przesunięcie kontraktów w Göteborgu (o wartości 948,5 tys. EUR, który będzie wykonywany w 4Q10) i w Archus (o wartości 800 tys. EUR, który będzie wykonywany w 1Q11). W sumie najbardziej, bo aż o 42% r/r wzrosły przychody segmentu oświetlenia zewnętrznego, z kolei w segmencie oświetlenia architektonicznego oraz przemysłowego sprzedaż była na zeszłoroczych poziomach. Bardzo dobrze kształtowała się sprzedaż w kanale hurtowym, gdzie przychody były o 7% r/r wyższe. Wzrostowi przychodów Spółki w 3Q10 towarzyszył wzrost marży brutto ze sprzedaży (z 36,8% w 3Q09 do 37,2% w 3Q10). Niestety wraz z rosnącymi przychodami istotnie wzrastały koszty sprzedaży (+12,4% r/r) oraz koszty zarządu (13,6% r/r). Wpływ na to miało przeniesienie wydatków związanych z pracą zespołu badawczego z ES-System S.A., (gdzie dotychczas obciążenia wynikające z działalności działu uwzględniane były na poziomie kosztów wytworzenia) do spółki zależnej ES-System NT (gdzie koszty te księgowane są na poziomie kosztów zarządu). W sumie zmiana powyższej prezentacji w ciągu ostatnich dwóch kwartałów spowodowała przesunięcie obciążeń z kosztów wytworzenia do kosztów zarządu w kwocie 1,1 mln PLN. Nie bez znaczenia był również wzrost sprzedaży w kanale hurtowym, co spowodowało zwiększenie kosztów premii dla sprzedawców. Na poziomie pozostałych kosztów i przychodów operacyjnych największy wpływ na poziom miały zawiązywane i rozwiązywane pozostałe rezerwy, które głównie dotyczyły premii dla sprzedawców w kanale hurtowym. W sumie obciążyły one wynik operacyjny w kwocie 330 tys. PLN.

Grajewo

Wyniki 3Q10

W 3Q10 przychody ze sprzedaży wzrosły o 13,7% r/r, głównie za sprawą sezonowej korekty popytowej, wzrostu popytu na meble w Europie Zachodniej oraz ogólnej poprawy na rynku płyt drewnopochodnych. Zwiększenie obłożenia mocy produkcyjnych miało miejsce zarówno w ujęciu r/r jak i q/q. Mimo wzrostu cen strategicznych surowców w ujęciu kwartalnym (drewna, kleju, papieru) Spółce udało się zanotować marżę brutto ze sprzedaży na poziomie 22,3% wobec 18,6% w 2Q10 i 17% w 3Q09. Wpływ na to miał wzrost cen sprzedawanych produktów, a także wynikało z niższego kosztu własnego sprzedaży w związku z weryfikacją okresu używalności poszczególnych kosztów stałych (amortyzacja w 3Q10 spadła o 38,4% r/r). Wraz z wzrastającymi wolumenami sprzedaży wzrosły również koszty sprzedaży (+17,1% r/r), spadły natomiast koszty zarządu (-3,2% r/r). Zysk operacyjny wyniósł 25,1 mln PLN wobec 1,0 mln PLN w 3Q09 (wartość EBITDA wzrosła z 30,4 mln PLN w 3Q09 do 44,0 mln PLN w 3Q10). Zysk netto w 3Q10 wyniósł -19,6 mln PLN, na co wpływ miały wysokie koszty finansowe związane z odsetkami związanymi z obsługą zadłużenia (około 23,6 mln PLN) oraz różnicami kursowymi związanymi między innymi z przeszacowania kredytu w EUR w spółce rosyjskiej (na przestrzeni 3Q10 Rubel osłabił się do EUR o 8,1%). Uwagę należy zwrócić na spadek wartości aktywów trwałych o 78,7 mln PLN, co wynika z odpisów amortyzacyjnych, związanych z weryfikacją okresu użytkowania środków trwałych oraz niższej wartości majątku w spółkach rosyjskich związanej ze spadkiem kursu RUB/PLN w 3Q10. Wyniki wskazują na kolejną kwartalną poprawę wyników operacyjnych, jest ona jednak również związana z istotnym spadkiem amortyzacji (o 11,3 mln PLN r/r) w związku z weryfikacją okresu używalności poszczególnych kosztów stałych (w wyniku wypełniania uwag audytora).

Seco Warwick

Wyniki 3Q10

W 3Q10 przychody ze sprzedaży wzrosły o 112,5% r/r, głównie za sprawą rosnących przychodów w segmencie pieców próżniowych (+127,3% r/r), pieców atmosferycznych (+102,1% r/r), oraz pieców topialnych (+70,2% r/r). Wzrost sprzedaży tych segmentów związany był z wysokim poziomem zamówień na piece w SecoWarwick S.A., Eltermie oraz Retech Systems w 1H10. Znacznie gorzej kształtowała się sprzedaż w segmentach linii CAB (-55,0% r/r), A/P (-64,3% r/r), co związane było z brakiem koniunktury na rynku inwestycyjnym motoryzacji i lotnictwa (szczególnie na terenie USA). Wyższy poziom sprzedaży przyczynił się do wzrostu wyników operacyjnych. W przypadku EBIT ten w 3Q10 wyniósł 4,3 mln PLN wobec -3,6 mln PLN w 3Q09. Zysk netto wyniósł 4,0 mln PLN wobec -3,2 mln PLN w 3Q09. W ostatnim kwartale Spółka nadal spostrzegała dużą ilość zamówień płynących z branży energetycznej i narzędziowej. Towarzyszył również temu wzrost zainteresowania ofertą europejskiego



przemysłu motoryzacyjnego oraz sygnały ożywienia w branży lotniczej. Pojawiły się również pierwsze zamówienia na piece AP, oraz duża aktywność miała miejsce w segmencie CAB w Chinach oraz Indiach. Biorąc pod uwagę wysoki poziom backlogu na koniec 3Q10 i utrzymujące się trendy w zakresie nowych zamówień oraz poprawiające się wyniki operacyjne poszczególnych segmentów, Zarząd z optymizmem spogląda na wyniki kolejnego roku.



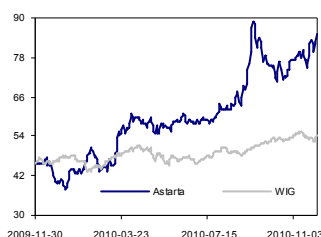
Astarta (Sprzedaj)

Cena bieżąca: 84,95 PLN Cena docelowa: 45,83 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-11

(mIn UAH)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	970,7	1 354,8	39,6%	2 193,5	61,9%	1 714,4	-21,8%	Liczba akcji (mIn)	25,0
EBITDA	223,5	550,5	146,4%	995,4	80,8%	470,1	-52,8%	MC (cena bieżąca)	2 123,8
marża EBITDA	23,0%	40,6%		45,4%		27,4%		EV (cena bieżąca)	2 307,1
EBIT	150,8	457,5	203,4%	881,7	92,7%	351,8	-60,1%	Free float	19,5%
Zysk netto	-89,2	323,4		769,5	137,9%	240,9	-68,7%		
P/E		17,4		7,3		23,3		Zmiana ceny: 1m	10,3%
P/CE		13,5		6,4		15,6		Zmiana ceny: 6m	44,5%
P/BV	8,8	4,2		2,7		2,6		Zmiana ceny: 12m	84,7%
EV/EBITDA	29,8	11,9		6,1		12,6		Max (52 tyg.)	89,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		4,1		Min (52 tyg.)	38,0



Obniżka prognozy zbiorów buraka cukrowego na Ukrainie z 18MT do 15,1MT (w wyniku strat spowodowanych suszą) powoduje, że w bieżącym sezonie na Ukrainie deficyt cukru sięgnąć może 0,3MT wobec 0,6MT rok wcześniej. To z kolei powodować będzie, że do IX11 ceny cukru utrzymywać się powinny relatywnie wysoko (900-750 USD/T vs. 930 USD/T w 1-3Q10). W przyszłości nie wierzymy w utrzymanie się cen cukru na bieżąco wysokich poziomach, tym bardziej, że gdyby nie tegoroczna susza, to produkcja cukru przewyższyłaby popyt i relacja między kupującymi, a sprzedającymi uległaby odwróceniu. Wyniki 3Q10 mimo że nominalnie były lepsze od oczekiwań, to ich struktura była mało zadowalająca. Gdyby nie wynik wynikający z zakupu spółek (+9,4 mln UAH) poniżej wartości godziwej, przeszacowania wartości aktywów biologicznych do wartości godziwej oraz zmian wyceny aktywów biologicznych, to zysk netto byłby o 66,0% niższy niż się spodziewaliśmy. Wkrótce zaktualizujemy nasze prognozy na rok bieżący oraz rok przyszły. Podtrzymujemy rekomendację sprzedaż.

Wyniki 3Q10

W 3Q10 przychody ze sprzedaży były o 16,7% niższe od naszych założeń, głównie za sprawą niższych o 51,4% niż zakładaliśmy wolumenów sprzedaży w segmencie produkcji rolnej (sprzedaż zbóż). Spółka mimo wysokich cen produktów rolnych na lokalnym rynku miała kłopoty ze sprzedażą zbóż, co było rezultatem sztucznego wstrzymywania eksportu przez celników. W wyniku tego lokalny rynek zbóż okazał się być znacząco mniej chłonny niż wynikało to z naszych założeń. Również w zakresie handlu zbóż ceny uzyskiwane przez Astartę były o 43,4% niższe niż zakładaliśmy. Wysoki wolumen sprzedaży miał miejsce w segmencie produkcji cukru (+15,6% vs. prognoza DI BRE), natomiast ceny uzyskiwane były o 8,0% wyższe niż się spodziewaliśmy. W segmencie produkcji zwierzęcej wolumen sprzedaży mleka był o 15,9% niższy od naszych oczekiwań, a ceny o 20,4% wyższe niż się spodziewaliśmy. Pozytywny wpływ na wynik operacyjny miało przeszacowanie wartości aktywów biologicznych do wartości godziwej (+109,2 mln UAH vs. +52,1 mln UAH rok wcześniej), co związane było z rosnącymi na przestrzeni 3Q10 cenami zbóż, a co za tym idzie uwzględnieniu wartości, jaka wynikała z różnicy cen zbóż między czasem zbioru a wyceną ustaloną na koniec 2Q10 (wartość wirtualna, gdyż zboże praktycznie nie zostało jeszcze sprzedane). Pozytywny wpływ na wynik operacyjny miała również wartość wynikająca ze zmian wyceny aktywów biologicznych (+163,3 mln UAH w 3Q10 vs. -51,3 mln UAH w 3Q09), co związane było z dodatnim przeszacowaniem aktywów związanych z produkcją rolną (+18,5 mln UAH, w wyniku rosnących cen zbóż) oraz przeszacowania aktywów związanych z żywym inwentarzem (+144,9 mln UAH, w wyniku rosnących cen mleka, co spowodowało, że wartość zwierząt w okresie życia wzrosła). Gdyby nie wpływ przeszacowania wartości aktywów biologicznych do wartości godziwej oraz zmian wyceny aktywów biologicznych, to wynik operacyjny byłby o 54,1% niższy od naszych oczekiwań, a wartość EBITDA o 54,1% niższa. Na poziomie zysku brutto pozytywny wpływ na wynik miał rezultat wynikający z zakupu spółek (+9,4 mln UAH) poniżej wartości godziwej. Nie uwzględniając tego efektu oraz wyniku związanego z przeszacowaniem wartości aktywów biologicznych do wartości godziwej oraz zmian wyceny aktywów biologicznych, to zysk brutto byłby o 69,2% niższy od naszych oczekiwań, a zysk netto o 66,0% niższy niż się spodziewaliśmy. O ile wyniki, poza przychodami ze sprzedaży są nominalnie wyższe od naszych oczekiwań, to ich struktura nie jest zadowalająca. Około 78,2% wartości zysku netto osiągniętej w 3Q10 wynika z teoretycznej wyceny aktywów biologicznych (przeszacowania wartości aktywów biologicznych do wartości godziwej oraz zmian wyceny aktywów biologicznych) i zakupu spółek poniżej wartości godziwej.

Zbiory buraka cukrowego

Na koniec listopada na terenie Ukrainy zebrano 14,76 MT buraków cukrowych z 99,4% prognozowanego arealu. Na dzień 23 listopada produkcja cukru wyniosła 1,4 MT z



prognoszowanych na bieżący rok 1,6 MT cukru. Z 73 cukrowni, które w bieżącym roku rozpoczęły produkcję 31 nadal kontynuuje swoją pracę.



Centrum Klima (Trzymaj)

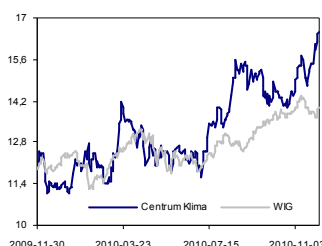
Cena bieżąca: 16,5 PLN

Cena docelowa: 16,1 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-03

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	75,9	71,7	-5,5%	88,3	23,2%	111,0	25,7%	Liczba akcji (mln)	8,5
EBITDA	11,2	9,7	-13,5%	11,2	16,4%	15,9	41,4%	MC (cena bieżąca)	140,6
marża EBITDA	14,7%	13,5%		12,7%		14,3%		EV (cena bieżąca)	144,6
EBIT	10,1	8,0	-20,8%	9,0	12,5%	12,8	41,7%	Free float	39,0%
Zysk netto	7,6	6,7	-12,0%	7,7	14,2%	11,6	51,5%		
P/E	11,9	20,9		18,3		12,1		Zmiana ceny: 1m	10,4%
P/CE	10,5	16,8		14,2		9,5		Zmiana ceny: 6m	32,0%
P/BV	3,4	2,2		2,1		1,9		Zmiana ceny: 12m	34,7%
EV/EBITDA	8,6	14,2		12,9		8,4		Max (52 tyg.)	16,5
Dyid (%)	0,5	1,2		2,7		2,2		Min (52 tyg.)	11,1



W 3Q10 wyniki ze sprzedaży wzrosły o 27,4% r/r, a zysk operacyjny o 16,0% r/r. Wpływ na to miało ożywienie sprzedaży na rynku krajowym i eksportowym, dobra pogoda oraz wprowadzenie do oferty nowych produktów. Negatywny wpływ na marżę operacyjną drugi kwartał z rzędu miała słaba złotówka do dolara, co zmniejszyło marżę brutto ze sprzedaży na dystrybucji (23,6% w 3Q10 vs. 26,4% w 3Q09). Na wynik operacyjny pozytywnie wpłynęły kary naliczone wykonawcy projektu za opóźnienia w realizacji obiektu w Wieruchowie (pozytywny efekt 0,7 mln PLN), a ujemnie koszty przeprowadzki do nowej siedziby (około -0,6 mln PLN). Na poziomie netto wynik Spółki wzrósł o 24,3% r/r. Pozytywny wpływ na to miało odwrócenie 190 tys. PLN strat na różnicach kursowych z pierwszej połowy roku. W 4Q10 dawna siedziba Spółki w Piastowie została wynajęta przyszłemu właścicielowi (sprzedaż nastąpi w 1Q11), a to zmniejszył obciążenia związane z utrzymaniem siedziby oraz kosztów związanych z amortyzacją (około 70-80 tys. PLN w 4Q10). O ile w 2Q10 i 3Q10 słaby PLN do USD negatywnie wpływał na rentowność w segmencie dystrybucji, to w 4Q10 umocnienie PLN do USD powinno mieć pozytywny wpływ na realizowane marże działalności związanej ze sprzedażą towarów. W związku z osiągnięciem ceny rynkowej pułapu ceny docelowej obniżamy rekomendację z akumuluj do trzymaj.

Wyniki 3Q10

Wyniki zgodnie z oczekiwaniami były bardzo dobre. Spółka odnotowała pozytywną dwucyfrową dynamikę na każdym poziomie wyników. W 3Q10 przychody ze sprzedaży były o 2,7% niższe niż się spodziewaliśmy. Na wysoką sprzedaż wpływ miało ożywienie na rynku krajowym i eksportowym, dobra pogoda (przyczyniła się do wyższej sprzedaży klimatyzatorów) oraz wprowadzenie na rynek nowych produktów. Zysk operacyjny okazał się niższy od naszych oczekiwań o 1,1% w związku z mniejszym o 4,4% zysku brutto ze sprzedaży (przy wyższej od oczekiwań marży brutto ze sprzedaży (DI BRE 23,1% vs. 23,6 w 3Q10), oraz wyższym o 20,0% wartości na pozostałej działalności operacyjnej (zgodnie z oczekiwaniami w pozostałych przychodach operacyjnych znalazły się kary za opóźnienia w przekazaniu obiektu w Wieruchowie za 0,7 mln PLN). Niższa o 12,2% wartość EBITDA wiązała się z mniejszą o 39,2% amortyzacją, co wynikało z uwzględnienia amortyzacji nowego zakładu za krótszy niż się spodziewaliśmy okres. Wyższa o 5% wartość wyniku brutto ze sprzedaży wynika z wyższego niż się spodziewaliśmy dodatniego efektu na działalności finansowej (o 0,2 mln PLN), co wynikało z odrobienia 190 tys. PLN strat na różnicach kursowych z pierwszej połowy roku. Zysk netto był tylko o 2,2% wyższy od naszych oczekiwań.

0,7 mln PLN dotacji UE

Puls Biznesu poinformował, że Spółka otrzymała 0,7 mln PLN unijnej dotacji na pokrycie połowy kosztów wdrożenia systemu informatycznego, którego całkowite nakłady wyniosą 1,4 mln PLN. Kwota dofinansowania nie jest znacząca.

Wywiad z Prezesem

W wywiadzie udzielonym *Gazecie Puls Biznesu* Prezes Marek Perendyk zapowiada, że Spółka przymierza się do uruchomienia jeszcze jednej linii produkcyjnej. Prezes nie ujawnia szczegółów, ale podkreśla, że produkt jest unikatowy, produkowany przez 2-3 firmy z branży. W 1Q11 z biznesplanem zapoznać się powinni inwestorzy, koszt pochłonięć może 40-50 mln PLN, które Spółka chciałaby pozyskać z emisji akcji lub obligacji. Budowa nowej linii mogłaby się rozpocząć w 3Q11 i zajmie około 1 rok. Krótkoterminowa perspektywa emisji akcji może działać negatywnie na kurs. Spółka nie jest zadłużona, dlatego nie powinna mieć większego problemu z zaciąganiem kredytu inwestycyjnego lub emisją obligacji.



Cersanit (Redukuj)

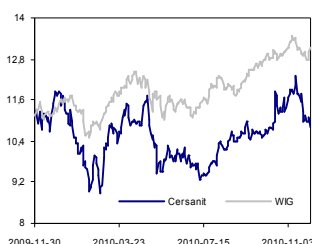
Cena bieżąca: 10,8 PLN

Cena docelowa: 10,1 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2010-10-20

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 517,3	1 415,2	-6,7%	1 474,5	4,2%	1 601,8	8,6%	Liczba akcji (mln)	216,4
EBITDA	339,7	284,7	-16,2%	287,4	0,9%	325,9	13,4%	MC (cena bieżąca)	2 336,9
marża EBITDA	22,4%	20,1%		19,5%		20,3%		EV (cena bieżąca)	3 100,5
EBIT	233,9	168,1	-28,1%	179,0	6,5%	202,7	13,2%	Free float	28,1%
Zysk netto	7,7	-8,1		182,3		130,3	-28,5%		
P/E	202,2			12,8		17,9		Zmiana ceny: 1m	-7,2%
P/CE	13,7	14,4		8,0		9,2		Zmiana ceny: 6m	6,6%
P/BV	1,5	1,5		1,7		1,5		Zmiana ceny: 12m	-1,0%
EV/EBITDA	8,0	9,4		10,8		9,4		Max (52 tyg.)	12,3
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	8,9



Wyniki 3Q10 biorąc pod uwagę wielkość zysku operacyjnego po raz trzeci w bieżącym roku były niższe niż się tego spodziewał rynek (w 3Q10 -8,7% vs. konsensus PAP). Spółka obecnie przy naszej prognozie na bieżący rok wyceniana jest na poziomie P/E 12,8 i EV/EBITDA 10,8, co sugeruje wysokie oczekiwania co do poprawy wyników w przyszłości. To przy braku wypełnienia stawianych oczekiwań może powodować przecenę wartość giełdową Cersanitu. Mimo nieznacznie poprawiającej się sytuacji na rynku płytek łazienkowych w 3Q10 krajowym producentom trudno jest istotnie podwyższać ceny asortymentu. Według raportów Grupy PSB w październiku doszło do gwałtownej przeceny w segmencie płytek ceramicznych ściennych (-10,8% m/m). Trudno jak na razie oceniać, czy jest to efekt sezonowy związany z wyprzedzą zapasów, czy też kolejna walka o rynkowe udziały. Przedstawiciele giełdowego konkurenta (Nowa Gala) sceptycznie podchodzą do możliwości dużych podwyżek cen w kolejnym roku, co przy spodziewanym zwiększeniu kosztów wytworzenia (wzrost cen gazu ziemnego o 6,6% w październiku br. oraz presją na wzrost cen materiałów wykorzystywanych przy produkcji) może mieć zły wpływ na marże. Podtrzymujemy rekomendację redukuj.

Wyniki 3Q10

W 3Q10 przychody ze sprzedaży były o 2,8% wyższe od naszych oczekiwań. Znacząco wyższe niż się spodziewaliśmy były przychody segmentu ceramiki sanitarnej (+24,8% vs. prognoza DI BRE Banku). Sprzedaż segmentu płytek ceramicznych była tylko o 0,3% wyższa od naszych oczekiwań, a segmentu artykułów około ceramicznych o 24,4% niższa niż wynikało to z naszych założeń. Niżej niż się spodziewaliśmy kształtowała się marża brutto ze sprzedaży (39,3% vs. 43,0% Prognoza DI BRE Banku), co sprawiło, że zysk brutto ze sprzedaży był o 6% niższy od naszych oczekiwań. Mniej niż się spodziewaliśmy wynik operacyjny obciążyły koszty sprzedaży (-8,4% vs. Prognoza DI BRE Banku) oraz koszty zarządu (-9,5% vs. Prognoza DI BRE Banku). Obie pozycje rosły odpowiednio o 6,2% r/r i 17,5% r/r przy przychodach wyższych o 12,4% r/r. Wysoki ujemny wynik został odnotowany na pozostałej działalności operacyjnej na poziomie -5,2 mln PLN. W sumie wynik operacyjny był o 8,7% niższy od naszych oczekiwań. Na poziomie działalności finansowej wynik był o 35,8 mln PLN niższy niż wynikało to z naszych oczekiwań, co związane było z ujemnymi różnicami kursowymi, które w sumie w 3Q10 wyniosły -47,8 mln PLN (-23,2 Prognoza DI BRE Banku). Negatywny wynik na działalności finansowej spowodował, że ostatecznie zysk brutto wyniósł -11,3 mln PLN (21,7 Prognoza DI BRE Banku) a zysk netto (-11,7 mln PLN Prognoza DI BRE Banku). 3Q10, to kolejny (trzeci z rzędu) kwartał, w jakim Cersanit odnotowuje wynik operacyjny na poziomie niższym niż wynika to z konsensusu rynkowego.

Istotny spadek cen materiałów ściennych ceramicznych w październiku

W październiku w Grupie PSB zanotowano istotny (10,8% m/m) spadek cen materiałów ceramicznych ściennych (w porównaniu do stycznia br. spadek cen wynosi obecnie 14,7%). Sprzedaż w ramach Grupy PSB była o 12% r/r wyższa i o 15% niższa m/m. Trudno jak na razie ocenić, czy spadek cen materiałów ściennych ceramicznych w październiku, to tylko wyprzedza związana z końcem wysokiego sezonu w branży płytek ceramicznych, czy też zaostrzenie walki konkurencyjnej na rynku krajowym. Obniżka uderzyć może w wyniki należące do Cersanitu Opoczna, który posiada szeroką ofertę płytek ściennych.



Famur (Redukuj)

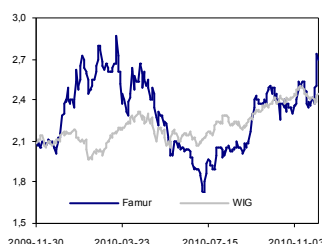
Cena bieżąca: 2,7 PLN

Cena docelowa: 2,3 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-03

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 089,1	695,1	-36,2%	741,7	6,7%	724,8	-2,3%	Liczba akcji (mIn)	481,5
EBITDA	199,0	133,6	-32,9%	138,8	3,9%	152,7	10,0%	MC (cena bieżąca)	1 300,1
marża EBITDA	18,3%	19,2%		18,7%		21,1%		EV (cena bieżąca)	1 291,3
EBIT	164,2	100,8	-38,6%	93,8	-6,9%	100,5	7,2%	Free float	11,8%
Zysk netto	59,1	58,0	-1,8%	83,0	43,1%	78,0	-6,1%		
P/E	22,0	22,4		15,7		16,7		Zmiana ceny: 1m	14,4%
P/CE	13,8	14,3		10,2		10,0		Zmiana ceny: 6m	31,7%
P/BV	2,0	1,8		1,6		1,4		Zmiana ceny: 12m	31,7%
EV/EBITDA	7,0	10,4		9,3		8,2		Max (52 tyg.)	2,9
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	1,7



Wyniki 3Q10 były poniżej naszych oczekiwań (EBIT -7,9% vs. prognoza DI BRE, Zysk netto -10,1% vs. prognoza DI BRE). Niższa rentowność była efektem realizacji kontraktu na obudowę dla Kompani Węglowej za 53,1 mln PLN, zdobytej w okresie wysokiej konkurencji na rynku krajowym. Marża brutto ze sprzedaży w segmencie maszyn i urządzeń dla górnictwa spadła z 38,4% w 1Q10 i 43,8% w 2Q10 do 22,2% w 3Q10. W 4Q10 Spółka wykonywać będzie kontrakt dla Katowickiego Holdingu Węglowego za 83,9 mln PLN na dostawę kompleksu ścianowego. Przetarg na dostawę sprzętu ze względu na precyzyjnie określoną specyfikację techniczną spowodował, że tylko Spółki Grupy Famur zostały dopuszczone do dalszych negocjacji. W związku z tym spodziewamy się, że rentowność na tym kontrakcie będzie stosunkowo wysoka. W końcówce 4Q10 i w 1Q11 Spółka nadal realizować będzie pozostałe 50% kontraktu dla kontrahenta meksykańskiego za 14,9 mln EUR. Pierwsza część, jaka wykonywana była w 1H10 wskazuje na wysoką rentowność tej umowy. 4Q10 powinien być dla Spółki bardzo udany. Ogłoszona w końcu listopada strategia Grupy zakłada zaoferowanie spółek Polskiej Grupy Odlewniczej i Zamet Industry inwestorom w formie dywidendy niepieniężnej (szacowanej na 250 mln PLN) i uplasowanie ich na giełdzie. Spółki te przy wartości dywidendy mają wskaźnik wyceny na poziomie 17,4 P/E (brak dyskonta wynikającego z mniejszej płynności spółek), co może budzić wątpliwości inwestorów instytucjonalnych. Dodatkowo nie będą oni prawdopodobnie chcieli utrzymywać udziału w mniej płynnych spółkach. Famur zamierza przejąć od głównego akcjonariusza 85% akcji katowickiego Remagu i zorganizowaną część przedsiębiorstwa Pemug (spółki przejmowane po 9,4 P/E przy 14,5 P/E dla Grupy na 2010 rok). Naszym zdaniem mimo, że nowe akwizycje przyczynią się do zwiększenia wartości dla akcjonariuszy, to atrakcyjność inwestycyjna nadal jest stosunkowo niska (12,9 P/E na 2011 rok), tym bardziej jeśli weźmiemy pod uwagę kontrowersyjność wyceny zaproponowanej dywidendy. Ostatnie wzrosty wykorzystywalibyśmy do sprzedaży akcji Spółki Famur. Obniżamy rekomendację z trzymaj do redukuj.

Strategia

Nowa strategia Grupy Famur zakłada wydzielenie Spółek Polskiej Grupy Odlewniczej oraz Zamet Industry i zaoferowanie ich akcjonariuszom w formie dywidendy. W sumie wartość dywidendy niepieniężnej jest szacowana na 250 mln PLN (0,52 PLN na akcję). W ramach dywidendy bieżący akcjonariusze Famuru obejmą akcje Polskiej Grupy Odlewniczej oraz Zamet Industry, które zostaną wprowadzone na giełdę w 3Q11. Spółki przy teoretycznej wartości 250 mln PLN (wartość dywidendy niepieniężnej) są na bieżący rok notowane przy wskaźniku P/E 17,4. Biorąc pod uwagę niższą kapitalizację, wycena powinna uwzględniać dyskonto związane z brakiem płynności. Dodatkowo fundusze emerytalne reprezentujące 11,3% akcjonariatu prawdopodobnie nie będą zainteresowane utrzymywaniem istotnego zaangażowania w spółkach, w których wątpliwa kapitalizacja w sumie będzie mniejsza niż 250 mln PLN. Wycena dywidendy naszym zdaniem może budzić wątpliwości inwestorów instytucjonalnych. Spółka wykupi także od głównego akcjonariusza (TDJ S.A.) 85% akcji katowickiego producenta kombajnów chodnikowych Remag po cenie, za jaką TDJ płacił będzie za akcje Skarbowi Państwa (183 mln PLN) oraz zakupi od TDJ zorganizowaną część przedsiębiorstwa Pemug za 7,6 mln PLN. Obie transakcje mają być przeprowadzone w 1Q11, a środki na akwizycje pochodzić będą ze środków własnych (91,1 mln PLN na koniec 3Q10) i kredytu inwestycyjnego. Zakładając, że wartość zaoferowanych w postaci dywidendy spółek jest równa 250 mln PLN (szacowana wartość dywidendy), to wskaźnik P/E wyłączanych z grupy przedsiębiorstw wynosi dla roku 2009 10,2 a dla roku 2010 17,4 P/E. Remag i Pemug nabywane są po wskaźnikach P/E 9,4 dla roku 2009 i 9,5 dla roku 2008. Porównując wskaźniki wyceny dla roku 2009 Spółki opuszczające Grupę miały wyższe P/E (10,2) niż cele akwizycyjne (P/E 9,4), dlatego należałoby się spodziewać, że transakcja powinna mieć pozytywny wpływ na wartość dla akcjonariuszy Famuru. Zarząd w ramach strategii zamierza zwiększyć ofertę napędów dużych mocy

(kombajny ścienne) oraz rozpocząć produkcję ciężkich przekładni przemysłowych w ramach nowo powstającego zakładu Famur 2. W sumie koszt projektu wyniesie 140 mln PLN z czego 42,3 mln PLN pokryją dotację. Rozpoczęcie produkcji planowane jest na początku 2011 roku, a pełne wykorzystanie mocy produkcyjnych będzie możliwe w połowie przyszłego roku. Biorąc pod uwagę przejęcie Remagu w kolejnym roku i to, że dołoży się on do wyniku netto w kwocie zbliżonej do wyniku wypracowanego w 2009 roku, to po skorygowaniu wyników o opuszczające Grupę w 4Q11 PGO i Zamet Industry wskaźnik P/E na następny rok przy dzisiejszej cenie rynkowej wyniosłby około 12,9. Kalkulacja ta nie uwzględnia odsetek od kredytów, jakie Spółka będzie zaciągać pod finansowanie zakupu Remagu i Pemugu, dlatego nowe akwizycje nadal powodują, że atrakcyjność inwestycyjna Spółki nie jest wysoka, tym bardziej uwzględniając kontrowersyjność wyceny zaproponowanej dywidendy.

Podpisanie umów dotyczących dofinansowania spółek węglowych

Ministerstwo Gospodarki podpisało umowy na realizację inwestycji początkowych w górnictwie w kwocie 400 mln PLN (dofinansowanie do inwestycji w kwocie 1,3 mld PLN). Wiceminister Gospodarki podczas spotkania zapowiedziała, że w bieżącym roku wszystkie działające spółki węglowe osiągną zysk netto. Tylko Kompania Węglowa ma mieć na koniec roku wynik netto bliski zera (według prasowych informacji w 1H10 spółka miała wielomilionową stratę, a Wiceminister poinformowała, że w październiku spółka miała pierwszy raz dodatni wynik netto). Kompania zapowiedziała, że w roku kolejnym planowane jest przeznaczenie na inwestycje około 800 mln PLN, czyli podobną kwotę jak ma to miejsce obecnie.

Właściciel kupił 85% akcji Remagu

Ministerstwo Skarbu poinformowało o sprzedaży 85% akcji katowickiego Remagu Spółce TDJ (właściciel Famuru) za 183 mln PLN. Przeniesienie własności nastąpi po uzyskaniu zgody UOKiK oraz zapłacie ceny transakcji.

Wywiad z Wiceprezesem

W wywiadzie w Gazecie Giełdy Parkiet Wiceprezes Famuru Beata Zawiszowska poinformowała, że sytuacja na rynkach sprzedażowych Spółki stabilizuje się, a Zarząd liczy na dalszą poprawę koniunktury w przyszłym roku. Wiceprezes zapowiedziała, że w związku z programem inwestycyjnym Famur-2 (budowa nowych hal, w których produkowane będą kombajny wysokich mocy oraz ciężkie przekładnie przemysłowe) pierwsza część produkcji ruszy już na początku roku, a pełną moc produkcyjną fabryka osiągnie w czerwcu 2011 roku.

Umowa o dużej wartości

Spółka poinformowała o podpisaniu szeregu umów na sprzedaż węgla z Dalia Paliwa Sp. z o.o. opiewających na łączną kwotę 65,7 mln PLN. W ramach umowy Grupa Famur sprzedaje węgiel, rozliczany w ramach obligacji emitowanych przez Katowicki Holding Węglowy.

Wywiad z Prezesem

W wywiadzie udzielonym portalowi WNP Prezes Waldemar Łaski stwierdził, że jego zdaniem w 2011 roku spółki węglowe powinny położyć większy nacisk na modernizację i innowację w kopalniach. Według Prezesa oznaką ożywienia jest wzrost przychodów ze sprzedaży w 3Q10 o 73% r/r oraz zdobycie kontraktu o wartości 83 mln PLN, jaki Spółka wykonywać będzie w kolejnym kwartale. Do ożywienia na rynku krajowym w kolejnym roku podchodzimy ostrożnie. Wciąż płynność finansowa kopalni na Górnym Śląsku za wyjątkiem Jastrzębskiej Spółki Węglowej jest niska, co odbija się na poziomie realizowanych inwestycji. Wysoka dynamika przychodów w 3Q10 wynika z niskiej bazy 3Q09 (przychody segmentu maszyn górniczych w 3Q09 były o 52% niższe r/r niż w 3Q10) oraz wzrostu przychodów z tytułu handlu węglem w ramach rozliczanych obligacji od KHW. Według naszych szacunków backlog Spółki na drugą połowę 1Q11 oraz na 2Q10 jest obecnie niski (brak raportowanych zamówień na obudowy zmechanizowane). W kolejnym roku bardzo prawdopodobna jest duża zmienność wyników (podobna jaką obserwowaliśmy między 2Q10 i 3Q10), co wynika z krótkiego czasu między zdobyciem kontraktu na obudowy, a jego realizacją. To powoduje, że spółki nawet posiadając w portfelu kontrakt o wysokiej marży, widząc brak obłożenia mocy na kolejne kwartały mogą agresywnie podchodzić do zdobywania nowych zamówień.



Impexmetal (Kupuj)

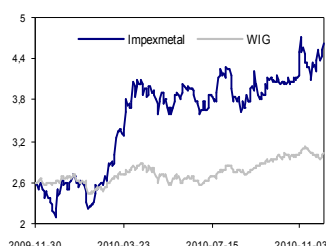
Cena bieżąca: 4,62 PLN

Cena docelowa: 5,1 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-18

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 454,2	1 785,0	-27,3%	2 470,5	38,4%	2 498,1	1,1%	Liczba akcji (mln)	200,0
EBITDA	126,6	137,2	8,4%	172,7	25,9%	179,0	3,7%	MC (cena bieżąca)	924,0
marża EBITDA	5,2%	7,7%		7,0%		7,2%		EV (cena bieżąca)	1 356,4
EBIT	49,8	73,3	47,3%	110,7	51,1%	120,2	8,5%	Free float	32,4%
Zysk netto	-71,0	25,6		70,9	176,6%	81,7	15,3%		
P/E		38,5		13,0		11,3		Zmiana ceny: 1m	2,9%
P/CE	168,2	11,0		7,0		6,6		Zmiana ceny: 6m	15,5%
P/BV	1,2	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	82,6%
EV/EBITDA	12,5	10,8		7,9		6,9		Max (52 tyg.)	4,7
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,1



Spółka w 3Q10 korzystała na ożywieniu w przemyśle polskim (produkcja sprzedana przemysłu +11,6% r/r w VII, +13,3% r/r w VIII i 12,1% r/r w IX) i europejskim (+6,9% w VII i +7,9% w VIII), w tym szczególności w gospodarce niemieckiej (+10,9% w VII, +10,7% w VIII i +7,9% w IX), do której Grupa kieruje około 75% sprzedaży eksportowej. Na sprzedaż pozytywnie wpływała również dobra pogoda w VII i VIII, która przyczyniła się do wyższej sprzedaży dla branży budowlanej. Wzrost wolumenów sprzedaży (+20% r/r w 1-3Q10) pozwala na podwyższenie marży przerobowej, która dotychczas była ograniczona przez rosnące premie producentów wlewek i gąsek. To z kolei ma pozytywny wpływ na osiągane wyniki operacyjne, które tylko w 3Q10 wzrosły o 31,6% r/r. Obecnie utrzymujące się powyżej 50 pb wskaźniki PMI dla przemysłu w Europie (w X Strefa EU 54,1, Niemcy 56,1 i Polska 55,6) oraz rosnące zamówienia w przemyśle (w VIII w EU +9,1% r/r, Niemcy 14,6% r/r oraz Polsce +5,0% r/r) powinny pozytywnie wpływać na kondycję przemysłu w 4Q10, na czym również korzystać będzie Impexmetal. Spodziewamy się, że obserwowany w 3Q10 wzrost wolumenu (+19,6% r/r w 3Q10) będzie utrzymywany w kolejnym 4Q10, co w połączeniu ze wzrostem marży przerobowej powinno skutkować utrzymaniem wysokich wyników operacyjnych w kolejnych kwartałach. Dodatkową wartość dla Spółki kreują planowane na najbliższe trzy lata dezinvestycje związane ze sprzedażą majątku likwidowanej HMN Szopienice. W sumie do sprzedaży jest 80 ha gruntów wraz zabudowaniami o wartości księgowej na poziomie 87,9 mln PLN. Szacujemy, że w najbliższych trzech latach skumulowany zysk na sprzedaży mógłby sięgnąć 9,8 mln PLN. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Spór Hutmena ze Skarbem

Gazeta Giełdy Parkiet poinformowała o rozpoczęciu sprawy z powództwa Skarbu Państwa dotyczącej uchylenia uchwał podwyższenia kapitału HMN Szopienice, w wyniku czego udział Hutmena wzrósłby z 62% do 75% (zdaniem *Parkietu* przedmiotem sporu jest zakwestionowanie pełnomocnictwa przedstawiciela skarbu). Na wokandzie nadal znajduje się spór z powództwa Skarbu Państwa o zwrot pomocy publicznej przez Szopienice (Skarb przegrał spór w dwóch instancjach, natomiast sąd okręgowy nakazał zwrot 10 mln PLN plus drugie tyle z tytułu odsetek, Hutmen złożył jednak apelację). Ewentualne rozstrzygnięcie sporu o podwyższenie kapitału w HMN Szopienice może zwiększyć udział Hutmena i pośrednio Impexmetal w likwidowanym majątku spółki zależnej. Obecnie HMN Szopienice konsolidowany jest przez Hutmen w 61,77%.

Wysokie wskaźniki PMI w listopadzie

Wskaźnik wyprzedzający dla przemysłu w listopadzie wzrósł w Polsce do 55,9 z 55,6 w październiku (najwyższe wskazanie od roku). Ten sam wskaźnik dla Niemiec w XI wyniósł 58,9 (56,6 w X), a dla strefy Euro 55,5 wobec 54,6 w październiku br. To dobra informacja dla Impexmetal, który 50% swoich przychodów generuje ze sprzedaży eksportowej, z czego 75% do Niemiec.



Kernel (Kupuj)

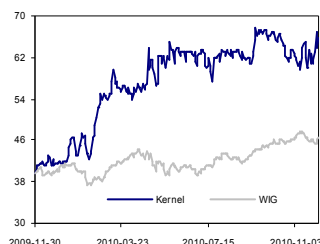
Cena bieżąca: 65,95 PLN

Cena docelowa: 77,28 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-05

(mIn USD)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 047,1	1 020,5	-2,5%	1 117,5	9,5%	1 501,3	34,3%	Liczba akcji (mln)	73,2
EBITDA	190,1	190,7	0,3%	236,5	24,0%	292,2	23,6%	MC (cena bieżąca)	4 826,9
marża EBITDA	18,2%	18,7%		21,2%		19,5%		EV (cena bieżąca)	5 044,7
EBIT	166,6	168,2	0,9%	210,0	24,9%	265,0	26,2%	Free float	48,9%
Zysk netto	135,5	153,0	12,8%	180,0	17,7%	232,2	29,0%		
P/E	11,1	10,5		8,9		6,9		Zmiana ceny: 1m	6,1%
P/CE	9,5	9,1		7,7		6,2		Zmiana ceny: 6m	4,6%
P/BV	4,2	2,7		2,2		1,7		Zmiana ceny: 12m	60,7%
EV/EBITDA	8,3	8,9		7,1		5,6		Max (52 tyg.)	67,7
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	41,0



Producentom oleju na Ukrainie sprzyjają zyskujące na wartości oleje roślinne na świecie, które przebiły już poziom 1300 USD za tonę. To powoduje, że modelowa marża na przerobie słonecznika wzrosła w 4Q10 do średniego poziomu 144,9 USD za tonę wobec średnio 100 USD na tonę w sezonie 2009/2010. Biorąc pod uwagę, że koniec 3Q10 i 4Q10, to okres kiedy Spółka już zaopatrzyła się w połowę z potrzebnych 1,8MT słonecznika na bieżący sezon powoduje, że przy polityce związanej z zawarciem transakcji sprzedaży oleju w momencie zakupu ziarna, Spółka w kolejnych kwartałach gwarantuje sobie wysoką marżę przerobową. W segmencie oleju butelkowanego mimo zagrożeń blokowania wzrostu cen na lokalnym rynku przez Rząd Spółce w 3Q10 udało się zwiększyć średnie ceny o 3,4% q/q, a w X i XI na Ukrainie ceny roślinnych olei jadalnych były wyższe o odpowiednio 2,6% m/m i 1,8% m/m. Pomimo blokowania eksportu zbóż przez celników w 3Q10 Kernel wyeksportował tylko 33,7% r/r mniej zboża, co przy wysokiej równicy cen między rynkiem lokalnym, a zagranicznym spowodowało, że EBITDA na tonę sprzedanego zboża była o 52,9% r/r wyższa, a zysk operacyjny segmentu o 128,0% r/r wyższy. Nawet, co oceniamy za bardzo prawdopodobne, jeśli Rząd Ukrainy zdecyduje się na kolejne wprowadzenie kwot eksportowych na zboża, to Kernel już dowiódł skuteczności w ich pozyskiwaniu (w 4Q10 Spółka zdobyła 20,8% rozdysponowanych kwot, podczas gdy jej udział w rynku eksportowym w sezonie 2009/2010 wyniósł 10,6%). Sprzedaż obligacji VAT-owych, jaka miała miejsce w 4Q10 niweluje ryzyko negatywnych efektów jednorazowych związanych z zaksięgowaniem dyskonta do wartości nominalnej w kolejnych kwartałach, a dodatkowo Spółka pozyskała 119,2 mln USD, które następnie może przeznaczyć na akwizycję. Sądzymy, że już wkrótce ING Groep wyprzeda wszystkie posiadane akcje, co spowoduje, że kurs znów będzie miał szanse na wzrosty. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wyniki 3Q10

W 3Q10 przychody ze sprzedaży wzrosły o 43,7% r/r, przede wszystkim dzięki wysokiej dynamice przychodów w segmencie oleju słonecznikowego luzem (+136,3% r/r), na co wpływ miało przejęcie zakładów Allseeds i zwiększenie wolumenu sprzedaży oleju luzem (+138,1% r/r). Sprzedaż wzrosła również istotnie w segmencie oleju butelkowanego (+29,9% r/r), co wynikało ze zwiększenia wolumenu sprzedaży o 15,0% r/r (duża sprzedaż eksportowa) i średniej ceny sprzedaży o 13,0% r/r. Przychody były wyższe również w segmencie produkcji rolnej (+90,8% r/r) (z 36,3 mln USD przychodów segmentu 34,0 mln USD było przedmiotem sprzedaży między segmentowej). W sumie w bieżącym roku w wyniku suszy wolumen produkcji zboża spadł z 260 tys. ton w sezonie 2009/2010 do 218 tys. ton w sezonie 2010/2011. Ujemna dynamika przychodów ze sprzedaży zanotowana została w segmentach usług przeładunku zboża (-34,1% r/r w wyniku spadku wolumenu o 47,8% r/r, częściowo rekompensowane wzrostem cen o 26,3% r/r) oraz usług przechowywania zboża (-6,3% r/r w wyniku spadku wolumenu o 6,4% r/r). Spadki w tych segmentach związane były z mniejszymi zbiorami zanotowanymi na Ukrainie w bieżącym roku (ok. 41,4 mln ton zebranych zbóż vs. 46 mln ton rok wcześniej) oraz utrudnianiem wysyłki zboża przez lokalnych celników. Przychody związane z handlem zbożem były na zbliżonym do ubiegłorocznego poziomie (-2,3% r/r) na co wpływ miał spadek wolumenu sprzedaży o 33,7% r/r rekompensowany wzrostem średnich cen o 47,3% r/r. Zysk operacyjny grupy wzrósł o 94,7% r/r. Mimo wyższego EBIT w segmencie oleju słonecznikowego luzem (+123,2% r/r) rentowność zysku operacyjnego spadła z 14,6% do 13,8%, co było rezultatem spadku wartości EBITDA na tonę przerobionego słonecznika z 70,1 USD/t do 58,9 USD/t. Spadek wynagrodzenia związanego z przerobem słonecznika związana była z zawiązaniem znacznej części umów dotyczących sprzedaży oleju słonecznikowego w 4Q10 (2Q10), gdy marża modelowa wynosiła 69 USD/t wobec 131 USD/t w 1Q11 (3Q10). Zysk operacyjny istotnie wzrósł również w segmencie oleju butelkowanego (+103,8% r/r), co związane było ze wzrostem średnich cen produktów o 13% r/r i wzrostem wolumenu o 15% (wartość EBITDA na tonę przerobionego słonecznika wzrosła z 63,7 USD/t w 1Q10 (3Q09) do

97,4 USD/t w 1Q11 (3Q10). W segmencie handlu zboża mimo spadku wolumenu sprzedaży o 33,7% r/r wartość EBITDA na tonę wyeksportowanego zboża wzrosła z 15,2 USD/t w 1Q10 (3Q09) do 51,8 USD/t w 1Q11 (3Q10). Negatywna dynamika wyniku operacyjnego została zaobserwowana w segmentach usług przeładunku zboża (-41,4% r/r w wyniku spadku wolumenu o 47,8% r/r skutkiem utrudnień w wysyłce zboża) oraz usług przechowywania zboża (spadek z 2,3 mln USD do -1,1 mln USD w wyniku mniejszego wykorzystania mocy, gdyż w porównaniu r/r wolumen spadł o 6,4%, ale w tym samym czasie w wyniku akwizycji moce w przechowywaniu zboża wzrosły z 1,7 do 2,3 mln ton).

Na poziom wyniku netto negatywny efekt miał sprzedaż obligacji VAT poniżej wartości księgowej (z dyskontem 12%), co w sumie wpłynęło negatywnie na wynik netto w kwocie 16,3 mln USD. Gdyby nie to, to wynik netto były o 29,0% r/r wyższy.

Sprzedaż obligacji skarbowych

Spółka poinformowała w komunikacie o zbyciu przez Spółkę ukraińskich obligacji skarbowych wyemitowanych w ramach zwrotu VAT-u o wartości nominalnej 1 072,6 mln UAH (wszystkie posiadane obligacje). Papiery skarbowe zostały sprzedane osobom trzecim za kwotę 943,3 mln UAH (z 12% dyskontem do wartości nominalnej). Strata poniżej wartości księgowej ma negatywny wpływ na wyniki 1Q11 w kwocie 16,3 mln USD (7,9167 USD/UAH). Spółka na stronie internetowej ogłosiła, że sprzedaż aktywów obarczonych ryzykiem walutowym pozwala na istotne polepszenie profilu ryzyka Spółki. Według naszych szacunków w wyniku sprzedaży obligacji Spółka otrzymała 119,1 mln USD środków pieniężnych.

Rząd wypuści statki z portów

Segey Stoyanov Dyrektor ukraińskiego Zrzeszenia Rolników przekazał, że władze wypuściły statki ze zbożem, które utknęły na Ukrainie po wprowadzeniu kwot eksportowych. Według niego prawie wszystkie statki opuściły już porty. Według wcześniejszych informacji w portach po wprowadzeniu kwot eksportowych utknęło około 472 tys. ton zboża, jako że rząd nie chciał wypuścić ładunków zboża przed podziałem kwot eksportowych.

Kwoty eksportowe rozdzielone

Ministerstwo Gospodarki Ukrainy poinformowało o rozdzieleniu kwot pomiędzy eksporterów zboża. W sumie rozdzielono kwoty na eksport 1,4 mln ton kukurydzy (z 2 mln ton dostępnych), 0,5 mln ton pszenicy (0,5 mln ton dostępnych) oraz 0,2 mln ton jęczmienia (0,2 mln ton dostępnych). Dokładne dane na temat dystrybucji kwot pomiędzy eksporterów są dostępne na stronie Ministerstwa Gospodarki Ukrainy. Kernel otrzymał zgodę na eksport 0,276 mln ton kukurydzy, 0,104 mln ton pszenicy oraz 0,056 mln ton jęczmienia (w sumie 0,436 mln ton).

Ministerstwo Gospodarki za eksportem zbóż poza kwotami

Ministerstwo Gospodarki Ukrainy przedstawiło projekt dokumentu pozwalającego na eksport zbóż poza kwotami eksportowymi do krajów, z którymi Ukraina ma podpisaną umowę o wolnym handlu (Azerbejdżan, Białoruś, Armenia, Gruzja, Kazachstan, Kirgistan, Mołdawia, Rosja, Tadżykistan, Turkmenistan, Uzbekistan i Macedonia). Informacja pozytywna biorąc pod uwagę, że część inwestorów wciąż kojarzy Spółkę bardziej z eksporterem zboża niż z produkcją olejów. Zezwolenie na większy eksport zbóż pozwoli zwiększyć wolumeny eksportu, ale zmniejszy tym samym różnicę w cenach między Ukrainą, a rynkami światowymi. To w następstwie może wpłynąć na marże, które obecnie są bardzo wysokie.



Kęty (Trzymaj)

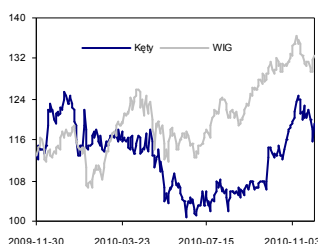
Cena bieżąca: 119,4 PLN

Cena docelowa: 120 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-03

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 170,8	1 111,0	-5,1%	1 175,2	5,8%	1 283,7	9,2%	Liczba akcji (mln)	9,2
EBITDA	188,4	189,0	0,3%	181,0	-4,2%	198,3	9,5%	MC (cena bieżąca)	1 101,5
marża EBITDA	16,1%	17,0%		15,4%		15,4%		EV (cena bieżąca)	1 338,0
EBIT	126,7	124,9	-1,4%	112,0	-10,3%	125,6	12,1%	Free float	64,4%
Zysk netto	61,2	70,6	15,4%	86,5	22,5%	95,3	10,1%		
P/E	18,0	15,6		12,7		11,6		Zmiana ceny: 1m	0,3%
P/CE	9,0	8,2		7,1		6,6		Zmiana ceny: 6m	12,0%
P/BV	1,5	1,4		1,2		1,2		Zmiana ceny: 12m	4,7%
EV/EBITDA	7,8	6,9		7,4		6,6		Max (52 tyg.)	125,4
Dyid (%)	3,8	0,0		3,4		3,1		Min (52 tyg.)	100,7



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

Zwiększenie udziału Aviva OFE

Spółka poinformowała o zwiększeniu udziału z 14,97% do 15,08% w dniu 22 listopada 2010 roku.

Umowa o dużej wartości

Spółka poinformowała o podpisaniu szeregu umów o wartości 75 mln PLN z Hydro Aluminium oraz o wartości 75 mln PLN z Trafigura Beheer B.V. Umowy dotyczą zakupu i dostawy surowca aluminiowego. Umowa nie ma większego wpływu na notowania, warunki porozumienia określone zostały w oparciu o ceny aluminium na LME.



Kopex (Redukuj)

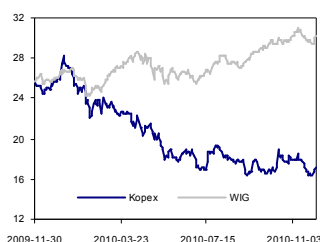
Cena bieżąca: 17,2 PLN

Cena docelowa: 15,7 PLN

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-24

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 982,6	2 313,4	16,7%	2 141,9	-7,4%	2 224,3	3,8%	Liczba akcji (mln)	74,3
EBITDA	231,0	217,1	-6,0%	165,9	-23,6%	224,9	35,6%	MC (cena bieżąca)	1 278,5
marża EBITDA	11,6%	9,4%		7,7%		10,1%		EV (cena bieżąca)	1 752,7
EBIT	169,9	145,3	-14,4%	81,4	-44,0%	136,0	67,0%	Free float	28,5%
Zysk netto	85,4	87,2	2,1%	26,8	-69,3%	82,4	207,5%		
P/E	13,6	14,7		47,7		15,5		Zmiana ceny: 1m	-4,4%
P/CE	7,9	8,0		11,5		7,5		Zmiana ceny: 6m	-4,5%
P/BV	0,6	0,6		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-31,7%
EV/EBITDA	6,6	7,8		10,6		7,6		Max (52 tyg.)	28,3
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	16,3



Mimo zapowiadanej przez Zarząd poprawy wyników w drugiej połowie roku i nieznacznie poprawiającej się sytuacji na rynku krajowym, rezultaty 3Q10 są istotnie poniżej naszych oczekiwań. Nadal żaden z segmentów operacyjnych nie wykazuje istotnej poprawy względem 1H10. Gdyby nie rozwiązywane rezerwy w 3Q10 i odwracane wcześniej zawiązywane odpisy, to wynik operacyjny byłby o 9 mln PLN niższy (-36% vs. prognoza DI BRE). W 4Q10 wyniki Spółki nadal obciążone będą kosztami restrukturyzacji zależnego Waratah (około 4 mln PLN) oraz stratą na rozwiązywanych walutowych kontraktach forward zabezpieczających przepływ z realizacji kontraktu argentyńskiego (szacujemy na około 10 mln PLN). Opóźnienie w wygrywaniu kontraktów zagranicznych sprawia, że nawet jeśli zostaną one podpisane na przełomie 2010/2011 roku, to znajdą się one w wynikach dopiero w drugiej połowie 1Q11, a to obniży wielkość wyniku osiągniętego w 2011 roku. Znacznie mniejsze niż się spodziewaliśmy efekty restrukturyzacji spółek grupy, powodują, że na bardzo konkurencyjnym krajowym rynku zapleczka górnictwa Kopex w kolejnym roku będzie miała poważne problemy z wypracowywaniem zadowalających wyników operacyjnych. Nie wierzymy w zapowiedzi Zarządu odnośnie 100 mln PLN zysku netto w kolejnym roku. Podtrzymujemy rekomendację redukcji.

Podpisanie umów dotyczących dofinansowania spółek węglowych

Ministerstwo Gospodarki podpisało umowy na realizację inwestycji początkowych w górnictwie w kwocie 400 mln PLN (dofinansowanie do inwestycji w kwocie 1,3 mld PLN). Wiceminister Gospodarki podczas spotkania zapowiedziała, że w bieżącym roku wszystkie działające spółki węglowe osiągną zysk netto. Tylko Kompania Węglowa ma mieć na koniec roku wynik netto bliski zera (według prasowych informacji w 1H10 spółka miała wielomilionową stratę, a Wiceminister poinformowała, że w październiku spółka miała pierwszy raz dodatni wynik netto). Kompania zapowiedziała, że w roku kolejnym planowane jest przeznaczenie na inwestycje około 800 mln PLN, czyli podobną kwotę jak ma to miejsce obecnie.

Główny akcjonariusz dementuje potencjalną sprzedaż Kopexu

W wywiadzie udzielonym portalowi WNP Krzysztof Jędrzejewski powiedział, że nie było planów ani żadnych rozmów związanych ze sprzedażą Kopexu. Pogłoski dotyczące potencjalnej sprzedaży, bądź przejęcia Spółki pojawić się mogły po ogłoszeniu znaczącego przejęcia w branży. Chodzi o ofertę akwizycji Bucyrusa przez Caterpillar (15.11). Największy na świecie producent sprzętu budowlanego zaoferował za akcję Bucyrusa 92 USD na akcję, podczas gdy na zamknięciu (12.11) jedna akcja Bucyrusa kosztowała 69,62 USD za sztukę.

Zarząd obiecuje 100 mln PLN zysku netto w 2011 roku

Na spotkaniach z inwestorami Zarząd poinformował, że o ile wyniki 2010 roku odbiegają od oczekiwań rynku, to w przyszłym roku i latach następnych Grupa ma osiągnąć przynajmniej 100 mln PLN zysku netto rocznie. Zarząd optymistycznie podchodzi do wyniku roku kolejnego, ze względu na kontrakty i przetargi, jakie mają miejsce na rynkach zagranicznych (Argentyna, Australia, RPA). Na rynku krajowym Spółka liczy na dostawę kompleksów ścianowych do Jastrzębskiej Spółki Węglowej oraz na prace związane z głębinieniem szybu w KHW i Południowym Koncernie Węglowym.



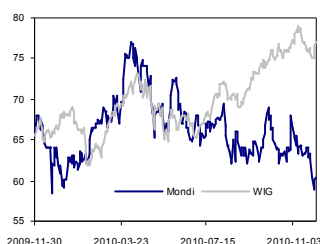
Mondi (Trzymaj)

Cena bieżąca: 77,95 PLN Cena docelowa: 71,1 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2010-08-13

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 406,3	1 360,8	-3,2%	2 108,4	54,9%	2 304,9	9,3%	Liczba akcji (mln)	50,0
EBITDA	305,5	217,9	-28,7%	431,4	98,0%	553,0	28,2%	MC (cena bieżąca)	3 897,5
marża EBITDA	21,7%	16,0%		20,5%		24,0%		EV (cena bieżąca)	4 546,6
EBIT	194,7	99,6	-48,8%	260,1	161,1%	381,4	46,6%	Free float	19,0%
Zysk netto	141,2	71,4	-49,4%	213,5	199,0%	339,3	58,9%		
P/E	27,6	54,6		18,3		11,5		Zmiana ceny: 1m	-9,0%
P/CE	15,5	20,5		10,1		7,6		Zmiana ceny: 6m	-12,8%
P/BV	3,7	3,3		2,8		2,6		Zmiana ceny: 12m	-11,0%
EV/EBITDA	13,7	21,0		10,5		7,9		Max (52 tyg.)	77,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		5,5		Min (52 tyg.)	58,5



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

Ceny papieru

W listopadzie ceny papieru do produkcji tektury falistej nadal rosły. Na koniec miesiąca cena kraftlinera wzrosła o 2,6%, testlinera o 2,1 a flutingu o 1,8%. W tym czasie PLN osłabił się w stosunku do Euro o 1,3%, dodatkowo zwiększając marżę zysku na sprzedaży produktów w spółce. Zwiększa ją również to, że w listopadzie ceny makulatury w Europie zwiększyły się istotnie mniej (+0,6%) niż ceny finalnych produktów.

Budownictwo

Dynamika produkcji budowlano-montażowej w październiku

Zgodnie z danymi GUS, dynamika produkcji budowlano-montażowej wyniosła w październiku 9,4% r/r i 3,8% m/m. Po wyeliminowaniu czynników sezonowych, dynamika wyniosłaby -0,6% r/r i 9,7% m/m.

PMR: produkcja budowlano-montażowa wzrośnie o 10% w 2011 r.

Zgodnie z raportem PMR, produkcja budowlano-montażowa wzrośnie o 10% w roku 2011. Związane to będzie z większym wolumenem prac infrastrukturalnych oraz z poprawą sytuacji w budownictwie kubaturowym. Najbardziej atrakcyjnym segmentem budownictwa wg ankietowanych jest drogownictwo (81% badanych tak wskazuje). Następnie plasuje się budownictwo energetyczne (energetyka, gaz, paliwa), zaś jako najatrakcyjniejszy sektor kolejny wskazał co 5-ty badany.

Budownictwo drogowe

Rząd opóźnia budowę dróg

Prasa donosi, że opóźnia się podpisanie kilkunastu umów na budowę dróg ekspresowych i rozstrzygnięcia przetargów na 20 odcinkach dróg ekspresowych i obwodnic. Przykładowo, od czerwca GDDKiA przesuwają terminy złożenia ofert na budowę 2 odcinków drogi S3. Przeciąga się przetarg na budowę dwóch fragmentów drogi S7, obwodnica Radomia, Ostrowa Wielkopolskiego i Lublina. GDDKiA twierdzi, że nie ma problemów z finansowaniem inwestycji. Zdaniem Adriana Furgalskiego z TOR-u, przetargi nie są rozstrzygane, bo rząd chce oszczędzić. P. Furgalski uważa też, że sytuacja jest na tyle chwiejna, że nie znamy listy przetargów, które zostaną ogłoszone w roku przyszłym.

Wydatki GDDKiA w 2010 i 2011 roku

Szef GDDKiA, p. Lech Witecki, zapowiada, że wydatki dyrekcji w 2010 roku wyniosą ponad 20 mld PLN. Opóźnienia w wydatkowaniu środków spowodowane są m.in. powodzią, przyczynami formalnymi i technicznymi. Adrian Furgalski z TOR-u przyznaje, że budżet Krajowego Funduszu Drogowego zakłada przyszłoroczne wydatki na poziomie 30 mld PLN. Wciąż nie jest jednak jasna kwestia finansowania tych inwestycji.

Pojawiają się pierwsze problemy z realizacją kontraktów drogowych

W prasie pojawiają się informacje o problemach z realizacją kontraktów drogowych. Na rynku brakuje palownic, czyli maszyn wykorzystywanych w budowie fundamentów. Podobno z tego powodu Poldim (Grupa Tiltra), realizujący odcinek A1 i Irlandzka Siac pracująca na odcinku A4 opóźnia się w realizacji prac. Prasa donosi, że Poldim zamiast na 34 obiektach inżynierskich, prowadzi prace na 6. Problemy mają też Chińczycy na A2 (dostawy na ten kontrakt realizuje DSS). Podobno podczas wizyty urzędników chińskich w Polsce, z pracy zwolnieni zostali inżynierowie zarządzający kontraktem (kontrakt prowadzi China Overseas Engineering). PKP Cargo poinformował też jednego z wykonawców, że z powodów problemów z wagonami, zagrożona jest dostawa połowy zakontraktowanych kruszyw.

Budownictwo szynowe

Wyniki otwarcia przetargu na LCS Ława, FCC najniżej

Miało miejsce otwarcie kopert w przetargu na modernizację linii kolejowej E/CE30 na odcinku LCS Ława. Znamy obecnie jedynie liderów konsorcjów. Najniższą ofertę złożyła firma FCC Construcción (921,2 mln PLN brutto). Budimex zaofferował 925,1 mln PLN brutto. Kolejne było Ferroco z ofertą 962,3 mln PLN, ZUE (999,9 mln PLN), Skanska (1005,3 mln PLN, PKP Energetyka (1010,7 mln PLN), L.Weiss (1071,2 mln PLN), Eurobud (1073,5 mln PLN), Strabag (1091,5 mln PLN), Mostostal Warszawa (1115,8 mln PLN).

Wyniki otwarcia przetargu na LCS Malbork, FCC najniżej

Miało miejsce otwarcie kopert w przetargu na modernizację LCS Malbork. Najniższą ofertę cenową złożyło konsorcjum firm FCC Construcción i KPBP Budus (718,4 mln PLN netto). Oferta jest o aż 13% niższa od kolejnych ofert. Druga w kolejności była oferta konsorcjum Budimex, Tchas i Eiffage (821,6 mln PLN), trzecia zaś oferta firmy Strabag (851,4 mln PLN). Czwarta była oferta Mostostalu Warszawa (854,3 mln PLN), piąta oferta Trakcji Polskiej (868,9 mln PLN), szósta oferta Ferroco i Torpol (870,1 mln PLN), siódma oferta Leonhard Weiss (892,5 mln PLN), ósma zaś oferta konsorcjum OHL i ZUE (906,8 mln PLN).

Budownictwo energetyczne

Status inwestycji w nowy blok w Ostrołęce, inwestycje Energii

Prezes Energi przyznaje, że firma czeka na pozwolenie na budowę i zgodę WZA na podniesienie o 2,4 mld PLN kapitału w spółce celowej, utworzonej w celu realizacji projektu. Po otrzymaniu pozwoleń spółka celowa będzie szukać finansowania. Blok w Ostrołęce ma liczyć 1000 MW. Spółka posiada już studium wykonalności i umowę z PSE-Operator o przyłączeniu do sieci, na podstawie której zostały już rozpoczęte inwestycje sieciowe. Energa szacuje koszt budowy bloku na 6 mld PLN, łącznie z kosztem finansowania dłużnego inwestycji. Spółka nie wyklucza jednak, że konkurencja w przetargu spowoduje spadek kosztu budowy bloku. Do całej inwestycji może dołączyć współinwestor – spółka szuka zainteresowanych spółek na Dalekim Wschodzie. Rozmowy obecnie są utrudnione, ze względu na toczący się proces prywatyzacji. Strategia Energi na lata 2009-2015 zakłada wydatki kapitałowe na poziomie 22 mld PLN, z czego 15 mld PLN pochłonie budowa nowych źródeł wytwarzania energii, tak konwencjonalnych, jak i odnawialnych, o mocy 2200 MW. Na sieć dystrybucyjną Energa chce wydać 7 mld PLN do 2015 roku, z czego 1 mld PLN w roku 2010. Do 2015 roku spółka chce zbudować 10,5 tys. km nowych linii elektroenergetycznych.

ABM Solid

Komentarz do słabych wyników Q3 2010

Jeszcze na początku roku ABM Solid zapowiadał, że rok 2010 zakończy z ponad 10 procentowym wzrostem przychodów i zysku netto. Wyniki Q3 2010 są jednak rozczarowujące (skumulowana strata netto za 3Q = 0,3 mln PLN). Dyrektor finansowy ABM Solid przyznaje, że spółka liczyła się ze spadkiem marż, spowodowanym olbrzymią konkurencją na rynku. Firma zakładała jednak większe obroty, co miało pozytywnie przełożyć się na zyski. Wiele kontraktów przewidzianych do realizacji w Q3 2010 zostało wstrzymanych lub przesuniętych ze względów formalnych. Skala tego zjawiska w Q3 2010 była bardzo duża. ABM nie mógł też wykazać przychodów z oddań mieszkań w osiedlu na warszawskiej Białoleśce. Przychody z działalności deweloperskiej będą pokazywane od Q4 2010. Zarząd liczy na poprawę wyników w Q4 2010, ma też nadzieję, że Q4 2010 będzie lepszy od Q4 2009. Rok 2010 powinien zakończyć się zyskiem.

Kontrakt energetyczny za 88,8 mln PLN

ABM Solid w konsorcjum z Alstom Power podpisał kontrakt z PGE na modernizację i remont elektrofiltrów kotłów 7-12 w Bełchatowie. Wartość całej umowy to 199,0 mln PLN, z czego 88,8 mln PLN przypada na ABM Solid (23,5% zeszłorocznych przychodów ABM). Kontrakt będzie realizowany do września 2016 roku.

Energomontaż Południe

Wyniki Q3 2010

Energomontaż Południe w Q3 2010 wygenerował 102,6 mln PLN przychodów, 8,4 mln PLN zysku brutto na sprzedaży, 3,3 mln PLN EBIT i 3,5 mln PLN zysku netto. W komentarzu do raportu Zarząd tłumaczy słabe wyniki ujemną rentownością kontraktu na dostawę i montaż konstrukcji stalowych na stadionie PGE Arena Gdańsk. Kontrakt w 3Q 2010 odpowiadał za 25% sprzedaży Energomontażu. Przyczyną ujemnej rentowności kontraktu jest spór z podwykonawcą (podwykonawca usunięty z budowy, trwa inwentaryzacja przeprowadzonych przez niego prac) oraz wyższy niż zakładany zakres przeprowadzonych robót. W 3Q 2010 negatywnie wyniki spółki obciążał też Amontex. Zarząd liczy, że wynik całego 2010 roku będzie istotnie wyższy, niż po 3Q roku 2010. Portfel zleceń Energomontażu to 529 mln PLN.

Możliwe nowe kontrakty

Portfel zamówień na rok 2011 wypełniony jest w około połowie. Spółka negocjuje zlecenia w Niemczech i Holandii o łącznej wartości 100-200 mln PLN. Spółka sprzedała to tej pory kilkanaście z liczącej 220 lokali inwestycji mieszkaniowej w Katowicach. Prezes Energomontażu szacuje, że w tym roku przychody ze sprzedaży lokali wyniosą 18-20 mln PLN. W latach 2011-2012 sprzedaż ma sięgać 30 mln PLN rocznie. Rentowność netto projektu ma wynieść 10%. Amontex zakończył Q3 2010 jeszcze ze stratą.

Mostostal Zabrze

Wyniki Q3 2010

Mostostal Zabrze zaprezentował wyniki za Q3 2010. Na poziomie skonsolidowanym Grupa wygenerowała 264,8 mln PLN przychodów, 16,4 mln PLN zysku brutto na sprzedaży (marża: 6,2%), 5,3 mln PLN EBIT i 6,6 mln PLN zysku netto. Na poziomie jednostkowym przychody to 97 mln PLN, zaś marża brutto na sprzedaży to 5,0%. Pozostałe jednostki wygenerowały 167,8 mln PLN przychodów i marżę brutto 6,9%.

Projprzem

Wyniki Q3, szansa na poprawę?

Projprzem w Q3 2010 wygenerował 23,2 mln PLN przychodów, 4,6 mln PLN straty EBIT i 3,7 mln PLN straty netto. W komentarzu do sprawozdania Projprzem informuje jednak, że sytuacja w segmencie konstrukcji stalowych uległa istotnej poprawie. Do końca kwietnia 2011 roku zakład produkcyjny ma wypełniony portfel zamówień. Spółka zamyka zakład w Chojnicach, co wpłynie na powstanie jednorazowych kosztów w wysokości 0,5 mln PLN w Q4 2010. Firma posiada też zlecenie w segmencie budownictwa przemysłowego warte 25 mln PLN. Spółka informuje również, że w związku z dużymi stratami za 3 kwartały 2010 roku, w Q4 2010 będzie dokonywać testu na utratę wartości składników aktywów.

Q4 2010 na plusie

Zarząd Projprzemu spodziewa się, że Q4 2010 zostanie zakończony na plusie. We wrześniu Projprzem otrzymał zlecenia na dostawę konstrukcji stalowych dla niemieckich elektrowni. Negocjowane są kolejne umowy, może podpisane zostaną jeszcze w tym roku. W przyszłym roku produkcja konstrukcji stalowych może przynieść 60 mln PLN przychodów ze sprzedaży (po 3Q 2010: 20,2 mln PLN). Projprzem zamknął zakład konstrukcji stalowych w Chojnicach. Spółka pracuje nad dalszą restrukturyzacją systemów przeładunkowych. W 2010 roku przychody segmentu mają wzrosnąć do 40 mln PLN (+60% r/r), zaś w 2011 roku planowany jest wzrost przychodów o 50% r/r. W 2011 roku spółka planuje rozpocząć kolejny projekt deweloperski w Bydgoszczy na ponad 100 lokali.



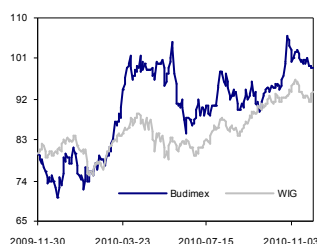
Budimex (Redukuj)

Cena bieżąca: 98,85 PLN Cena docelowa: 85,2 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-13

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 274,3	3 289,9	0,5%	4 270,5	29,8%	4 454,6	4,3%	Liczba akcji (mln)	25,5
EBITDA	130,2	221,7	70,3%	276,9	24,9%	259,2	-6,4%	MC (cena bieżąca)	2 523,7
marża EBITDA	4,0%	6,7%		6,5%		5,8%		EV (cena bieżąca)	4 012,0
EBIT	107,9	200,5	85,7%	256,7	28,0%	238,5	-7,1%	Free float	36,8%
Zysk netto	93,7	173,7	85,3%	205,0	18,0%	198,0	-3,4%		
P/E	26,9	14,5		12,3		12,7		Zmiana ceny: 1m	-5,0%
P/CE	21,8	12,9		11,2		11,5		Zmiana ceny: 6m	8,5%
P/BV								Zmiana ceny: 12m	27,1%
EV/EBITDA	30,0	18,2		14,5		14,7		Max (52 tyg.)	106,1
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	70,1



Budimex w Q3 2010 zaprezentował bardzo dobre wyniki finansowe, pomimo relatywnie ograniczonego wpływu starych zleceń na przychody. Nie przewidujemy kontynuacji występowania tego efektu w kolejnym kwartale. W roku kolejnym spółki z branży budowlanej mogą mieć problem z rentownością w segmencie drogowym. Budimex ma szansę być wyjątkiem, ze względu na wielkość zawiązanych rezerw na straty. Powtórzenie wyniku 2010 roku w roku 2011 nie jest jednak możliwe, liczymy na wynik zbliżony do 200 mln PLN na poziomie netto, z czego ponad połowa wynika z rozwiązywania rezerw. Generowanie wyniku na rozwiązywaniu rezerw nie wykreuje jednak dodatnich przepływów pieniężnych. Realnym ryzykiem nadal pozostaje oczekiwany spadek wydatków GDDKiA w 2013 roku (o połowę, w porównaniu do rekordowego 2011 roku). Z drugiej strony, Budimex próbuje rozwijać się w innych segmentach. Spółka zajęła 2-gie miejsce w przetargach na modernizację linii kolejowej E/CE 65 w rejonie LCS Iława i LCS Malbork. Nie wykluczone, że Budimexowi uda się skutecznie oprotetować możliwy wybór najtańszej oferty i uzyskać wybór oferty własnej. Nasz model wyceny przewiduje 150 mln PLN przychodów z kolejnictwa w 2012 roku i 25 mln PLN w roku 2011. Wyższy niż oczekiwany portfel zleceń w segmencie kubaturowym implikuje możliwość wygenerowania przez spółkę nawet 4,9 mld PLN przychodów w roku 2011 (nasza prognoza zakłada 4,45 mld PLN i może być weryfikowana w górę). W 2009 roku spółka wygenerowała 3,3 mld PLN przychodów. Pod znakiem zapytania na dłuższą metę jest naszym zdaniem strategia tak dużego zwiększania backlogu w bardzo trudnych i konkurencyjnych czasach. Historycznie, okresy duże zwiększania przychodów w Budimexie wiązały się z istotnym spadkiem wyniku netto. Podsumowując, wyniki Q3 2010 i większy niż oczekiwany portfel zleceń mogą skłaniać nas do rewizji w górę wyceny Budimexu, ale raczej nie przesłania inwestycyjnego (ryzyka w drogówce, ryzyka związane z bardzo dużym wzrostem przychodów w trudnych czasach). Podtrzymujemy rekomendację redukuj.

Kontrakt za 327,1 mln PLN

Budimex w konsorcjum z Ferroviale podpisał kontrakt z GDDKiA na rozbudowę drogi krajowej nr 17 na odcinku Lublin – Piaski. Wartość kontraktu to 327,1 mln PLN, czyli 7,3% prognozowanych przychodów Budimexu w roku 2011. Realizacja prac potrwa 24 miesiące.

Wybór oferty Budimexu za 77,9 mln PLN

Górnośląskie Towarzystwo Lotnicze w Katowicach wybrało ofertę Budimexu na rozbudowę płyty lotniska w Katowicach – Pyrzowicach. Wartość kontraktu to 77,9 mln PLN, czyli 1,7% prognozowanych przychodów Budimexu na rok 2011. Realizacja prac potrwa 113 tygodni.

Budimex nie dokupi udziałów Elektromontażu Poznań

Rzecznik Budimexu poinformował, że spółka nie weźmie udziału w negocjacjach w sprawie nabycia udziałów Energomontażu Poznań od Skarbu Państwa. Budimex posiada 30,78% udziałów firmy, która zajmuje się produkcją aparatury rozdzielczej i sterowniczej energii elektrycznej. 49% akcji spółki posiada Skarb Państwa. W 2009 roku spółka miała 147 mln PLN przychodów i 5,1 mln PLN zysku netto.



Elektrobudowa (Trzymaj)

Cena bieżąca: 161 PLN

Cena docelowa: 165,7 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-03

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	811,0	700,9	-13,6%	683,5	-2,5%	726,6	6,3%	Liczba akcji (mln)	4,7
EBITDA	79,0	79,0	0,0%	64,3	-18,6%	68,5	6,5%	MC (cena bieżąca)	764,4
marża EBITDA	9,7%	11,3%		9,4%		9,4%		EV (cena bieżąca)	654,5
EBIT	71,3	69,0	-3,3%	52,8	-23,4%	55,3	4,7%	Free float	36,7%
Zysk netto	60,3	54,5	-9,6%	49,1	-10,0%	54,6	11,2%		
P/E	12,7	14,0		15,6		14,0		Zmiana ceny: 1m	-10,1%
P/CE	11,2	11,8		12,6		11,3		Zmiana ceny: 6m	-8,0%
P/BV	3,1	2,6		2,4		2,2		Zmiana ceny: 12m	-7,5%
EV/EBITDA	8,6	8,3		10,2		9,1		Max (52 tyg.)	188,4
Dyid (%)	1,6	1,9		2,1		2,3		Min (52 tyg.)	155,0



Po słabych wynikach Q3 2010 wycena akcji Elektrobudowy istotnie spadła. Jednocześnie, wskaźniki wyceny spółki zbliżyły się do średnich właściwych dla branży. Zaskoczenia negatywne, które pojawiły się w wynikach Q3 2010 nie będą występować w Q4 2010. W Q3 2010 w segmencie produkcji energii Elektrobudowa korygowała wycenę kontraktów długoterminowych, stąd niska rentowność (ujemny EBIT = 1,5 mln PLN). Wynik segmentu automatyki w Q3 2010 był ujemny (EBIT = - 0,9 mln PLN). W Q4 2010 liczymy na istotny wzrost przychodów i neutralizację straty, jaka zaskumulowała się przez 3 kwartały 2010 roku (-3,7 mln PLN). W efekcie, pomimo gorszych wyników, nasza prognoza zakładająca 49,1 mln PLN zysku netto w 2010 roku nadal jest realna. Problem w tym, że wskaźnik P/E przy tej cenie to 15,6, zaś kolejne dwa lata raczej nie dają szans na bardzo dużą poprawę wyników. Pojawi się ona dopiero w 2013 roku, wraz z realizacją kontraktów podwykonawczych w ramach budowy nowych bloków energetycznych. Mimo szans związanych z inwestycjami wytwarzania energii, zwracamy uwagę, że są one ograniczone jedynie do jednego segmentu, odpowiedzialnego za jedynie około 1/3 przychodów spółki. Z uwagi na spadek wyceny, podwyższamy rekomendację do trzymaj.

Wyniki Elektrobudowy w Q3 2010

Wyniki Elektrobudowy w Q3 2010 okazały się gorsze, niż zakładaliśmy. Naszą uwagę zwraca niska marża brutto na sprzedaży (6,95%), która jednocześnie jest najniższa od Q2 2006 (wówczas marża wyniosła 4,8%). Efekt niskiej marży brutto na sprzedaży jest kompensowany przez wysokie dodatnie saldo pozostałej działalności operacyjnej (+3,5 mln PLN, tu księgowane są m.in. wyniki spółek rosyjskich). Ostatecznie, EBIT na poziomie 12,1 mln PLN jest o 27% niższy od naszych prognoz. Z podziału segmentowego wynika, że za niższy EBIT odpowiada głównie segment produkcji energii, który w Q3 2010 wygenerował ujemny EBIT (-1,5 mln PLN). Ujemny wynik w segmencie produkcji energii wynika z korekt budżetowanych rentowności kontraktów długoterminowych. Efekt ten nie powinien pojawiać się już w Q4 2010. Ujemny EBIT wygenerował również segment automatyki (-0,9 mln PLN). Słaby wynik segmentu to rezultat niekorzystnej sytuacji rynkowej i przedłużającej się restrukturyzacji spółek zależnych. Poprawa powinna pojawić się już w Q4 2010, w całym roku wynik segmentu będzie zbliżony do zera. W wynikach Q3 2010 pozytywnie wyróżnia się rentowność segmentu dystrybucji energii (18,8%) oraz przemysłu (6,9%). Uważamy, że za tak wysoką rentowność odpowiada rentowność na zakończonych starych kontraktach. Nie oczekujemy, aby poziomy zyskowności z Q3 2010 były powtarzalne. Zaskoczenia negatywne na poziomie zysku netto łagodzi lepszy wynik na działalności finansowej (1,0 mln PLN, prognoza: 0,25 mln PLN) oraz niższa efektywna stopa podatkowa (14,6%, prognoza: 19%).



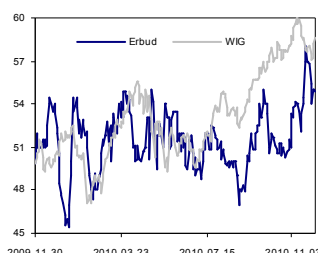
Erbud (Trzymaj)

Cena bieżąca: 54,85 PLN Cena docelowa: 54,1 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-05

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 046,1	954,6	-8,7%	1 226,0	28,4%	1 340,5	9,3%	Liczba akcji (mIn)	12,6
EBITDA	67,3	68,3	1,4%	66,9	-2,1%	66,2	-1,0%	MC (cena bieżąca)	689,5
marża EBITDA	6,4%	7,2%		5,5%		4,9%		EV (cena bieżąca)	638,5
EBIT	60,8	60,5	-0,5%	60,7	0,3%	59,9	-1,2%	Free float	14,1%
Zysk netto	9,3	41,7	347,9%	51,3	23,2%	50,0	-2,6%		
P/E	74,1	16,6		13,4		13,8		Zmiana ceny: 1m	2,9%
P/CE	43,5	13,9		12,0		12,3		Zmiana ceny: 6m	5,7%
P/BV	3,4	2,9		2,4		2,1		Zmiana ceny: 12m	7,5%
EV/EBITDA	10,1	8,1		9,5		9,1		Max (52 tyg.)	58,0
Dyid (%)	0,0	0,2		1,0		1,1		Min (52 tyg.)	45,4



Wyniki Q3 2010 były gorsze, niż oczekiwaliśmy, co wynika ze słabszych rezultatów spółek zależnych o charakterze podwykonawczym (drogi, eksport, konstrukcje stalowe). Z uwagi na charakter cyklu budowlanego, liczymy na poprawę wyników podwykonawców w 2011 roku. Nasza opinia jest zgodna z oczekiwaniami Zarządu. Nie podzielamy jednak aż tak dużego optymizmu Zarządu w relacji do marż w generalnym wykonawstwie w kraju w roku kolejnym (oczekiwane nawet 5-6% marży EBIT). Nie można wykluczyć, że w budownictwie kubaturowym w kraju rok 2011 będzie słabszy, niż rok 2010. Jednocześnie, bardzo pozytywny wpływ na wynik będzie miał kontrakt na przejście graniczne w Budomierzu (ceny z 2008 roku). Skumulowany wynik netto za 3Q 2010 to 28 mln PLN, zaś nasza prognoza zysku netto w 2010 roku zakłada 51,3 mln PLN. Poziom ten może być trudny do osiągnięcia i nie wykluczamy wyniku niższego, niż nasze założenia, o kilka mln PLN. Mimo to, nadal Q4 2010 powinien być bardzo dobry, ze względu na rozliczenie dwóch wysoko marżowych kontraktów na budowę centrów handlowych (Wałbrzych, Bytom). Kontrakty teoretycznie powinny zakończyć się w Q3 2010, jednak z uwagi na prowadzone roboty dodatkowe, rozpoznanie „prawdziwej” marży na kontraktach przesunie się na Q4 2010. Podtrzymujemy rekomendację neutralną.

Wyniki Erbudu za Q3 2010

Wyniki Erbudu za Q3 2010 okazały się gorsze od naszych oczekiwań. Przyczyną negatywnego zaskoczenia są tak niższe przychody (o 7,9%), jak i niższa marża brutto ze sprzedaży (7,9%, prognoza: 9,0%). Struktura wyniku jest stosunkowo różnorodna – o ile wynik generalnego wykonawstwa w kraju okazał się lepszy od naszych prognoz, o tyle rezultaty pozostałych segmentów są poniżej oczekiwań. Działalność eksportowa wygenerowała ujemny wynik brutto na sprzedaży (-1,1 mln PLN, prognoza: 3,6 mln PLN). Przyczyną słabego wyniku jest naszym zdaniem niski przerób niemieckich spółek Erbudu w Q3 2010 i związane z tym ponoszone koszty stałe. Wynik drogownictwa również jest ujemny (-1,2 mln PLN, prognoza: 2,9 mln PLN), przy czym tu naszym zdaniem zawiniły kontrakty przynoszące straty. Wynik działalności deweloperskiej jest nieznacznie niższy od prognoz, przy czym wynika on z niższych przychodów, zaś marża brutto okazała się powyżej naszych założeń. Wynik netto w Q3 2010 obniża też wysoka efektywna stopa podatkowa (35%, dla stopy podatkowej = 19% wynik netto wyniósłby 11,0 mln PLN). Podsumowując, wyniki Q3 2010 są raczej słabe. Po 3Q Erbud ma 28 mln PLN zysku netto.

Komentarz do wyników Q3 2010

Prezes słabe wyniki Q3 2010 tłumaczy: 1) koniecznością zapłaty prawie 4,5 mln PLN podatku od sprzedaży aktywów Budlexu (na poziomie skonsolidowanym wartość aktywów została przeszacowana). 2) stratą spółki Ersteel (słabe kontrakty z przeszłości, rentowność nowych kontraktów zaburzona z uwagi na wzrost cen stali) 3) wyhamowaniem rozpoczynania nowych inwestycji przez Budlex 4) słabym portfelem w drogownictwie 5) niskim obłożeniem portfela zamówień prac podwykonawczych we Francji, Belgii i Holandii. Wszystkie czynniki, powodujące słabe wyniki pozostałych spółek Grupy, powinny nie występować już w roku 2011. Celem na Q4 2010 jest wypracowanie 300-320 mln PLN przychodów i utrzymanie rentowności EBIT co najmniej na dotychczasowym poziomie. W całym roku rentowność EBIT powinna wynieść 4-4,8%. Od początku 2010 roku Budlex podpisał 150 umów sprzedaży mieszkań.

Wzrost przychodów i zysku w 2011 roku

Zarząd Erbudu oczekuje wzrostów przychodu i zysku Grupy w 2011 roku. Zarząd oczekuje, że Grupa wejdzie w rok 2011 z portfelem zamówień na poziomie 1,2 mld PLN (+44% r/r). Marża operacyjna w 2011 roku powinna wynieść 4,5-5,5%. Erbud planuje powiększyć kontraktację. Motorem wzrostu ma być budownictwo kubaturowe w kraju, budownictwo drogowe i energetyczne. Sprzedaż mieszkań w Budlexie również powinna rosnąć. Segment energetyczny



powinien podwoić przychody w 2011 roku, a stopa wzrostu segmentu drogowego będzie zbliżona do wzrostu z roku 2010. Znaczący wzrost zysków Budlexu jest możliwy w latach 2012-2013, z uwagi na plany realizacji obiektów komercyjnych.

Portfel zamówień i kontrakty za 150 mln PLN

Portfel zamówień Erbudu ma wartość 1,26 mld PLN, z czego 800 mln PLN przypada na rok 2011. Miesięcznie Erbud chce zdobywać kontrakty warte 100 mln PLN. Obecnie Erbud ma złożone najkorzystniejsze oferty warte 150 mln PLN. Oferty nie zostały jeszcze wybrane przez zamawiającego i dotyczą budowy hali widowiskowej i filharmonii. Spółka ma bardzo dużo zapytań ofertowych, a wartość złożonych ofert to aż około 20 mld PLN. W generalnym wykonawstwie Erbud chciałby utrzymać marżę EBIT powyżej 6%. Pozostałe kontrakty z segmentu drogowego mają już mieć wyższą rentowność (portfel zamówień w segmencie na rok 2011 to 230 mln PLN). Zgromadzoną gotówkę Erbud chciałby przeznaczyć na przejęcia.

Kontrakt na wiadukty kolejowe za 26,4 mln PLN

Erbud w konsorcjum z Polwar podpisał kontrakt na budowę wielopoziomowych przejazdów kolejowych w obszarze LCS Ciechanów. Wartość umowy to 44,8 mln PLN, z czego 59%, czyli 26,4 mln PLN (2,2% przychodów prognozowanych na rok 2010) przypada na Erbud. Kontrakt będzie realizowany przez okres 18 miesięcy.

Umowa warta 16,3 mln PLN

Erbud podpisał z Dom Development kontrakt na budowę etapu IB osiedla Wilno na warszawskim Targówku. Wartość umowy to 16,3 mln PLN (1,3% prognozowanych przychodów Erbudu na rok 2010). Prace rozpoczną się w listopadzie 2010, a zakończą w maju 2012.



Mostostal Warszawa (Akumuluj)

Cena bieżąca: 60,5 PLN

Cena docelowa: 66,1 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-03

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 211,3	2 712,1	22,7%	2 585,0	-4,7%	2 789,4	7,9%	Liczba akcji (mln)	20,0
EBITDA	144,6	209,1	44,6%	134,7	-35,6%	132,5	-1,7%	MC (cena bieżąca)	1 210,0
marża EBITDA	6,5%	7,7%		5,2%		4,8%		EV (cena bieżąca)	1 046,6
EBIT	121,9	181,2	48,7%	97,7	-46,1%	94,6	-3,2%	Free float	32,1%
Zysk netto	81,1	117,3	44,6%	79,5	-32,2%	75,3	-5,2%		
P/E	14,9	10,3		15,2		16,1		Zmiana ceny: 1m	-9,0%
P/CE	11,6	8,3		10,4		10,7		Zmiana ceny: 6m	-12,8%
P/BV	3,6	2,5		2,3		2,1		Zmiana ceny: 12m	-11,0%
EV/EBITDA	7,1	4,5		7,8		7,8		Max (52 tyg.)	77,0
Dyid (%)	0,4	0,5		2,3		3,3		Min (52 tyg.)	58,5



Wyniki Q3 2010 Mostostalu Warszawa były gorsze od naszych oczekiwań. Słaba okazała się rentowność brutto na sprzedaży, tak na poziomie jednostkowym, jak i w pozostałych, nie giełdowych spółkach zależnych (Wroblewski,...). Wyniki netto w 2010 i 2011 roku mogą być gorsze od naszych prognoz. Poprawa powinna nadejść w II połowie 2012 roku. Sądzymy też, że obecnie na rynku Mostostal Warszawa jest jedną z bardziej ostrożnych spółek, co objawia się w konserwatywnych budżetach kontraktów. Wydaje nam się, że źródłem „nowych” zaskoczeń negatywnych mogłyby być inne spółki, budżetujące mniej konserwatywnie (PBG, Polimex). Pomimo słabych wyników w krótkim i średnim terminie, atrakcyjna jest naszym zdaniem perspektywa firmy z punktu widzenia budowy nowych bloków energetycznych w Polsce. W grudniu będzie miało miejsce złożenie ofert na budowę bloku w Siekierkach, w Q1 2011 zaś na budowę bloku w Opolu. Pozyskanie jednego z kontraktów mogłoby pozwolić spółce na istotne zwiększenie portfela zleceń i przychodów od 2012 roku. Spółka ma też szansę na realizację modernizacji w Belchatowie. W części kotłowej wartej 2 mld PLN, PGE wybrało ofertę Babcocka, jednak to oferta konsorcjum Mostostalu i Totemy była najniższa cenowo. Zaważyły wysokie parametry techniczne gwarantowane przez Babcock. Nie można wykluczyć skutecznych odwołań ze strony konsorcjum Mostostalu i Totemy. Z uwagi na duże posiadane zasoby gotówkowe, szansą mogą też być zlecenia PPP (w tym na budowę spalarni odpadów). Nasza wycena implikuje ponad 9% potencjału wzrostowego kursu, co skłania nas na wydanie dla Mostostalu rekomendacji akumuluj.

Wyniki Mostostalu Warszawa w Q3 2010

Wyniki Mostostalu Warszawa za Q3 2010 zaskakują negatywnie. Przyczyną negatywnego zaskoczenia jest bardzo niska marża brutto na sprzedaży w Grupie (wynik: 4,7%, prognoza: 6,8%). Marża brutto jest bardzo niska tak w jednostce (wynik: 3,8%, prognoza: 5,8%), jak i w pozostałych, nie giełdowych spółkach Grupy (wynik: 4,1%, prognoza: 10,0%). Z nawiązką zmaterializował się scenariusz, który zakładał, że bardzo dobre wyniki w pozostałych, nie giełdowych spółkach zależnych, nie utrzymają się. Z nielicznych pozytywnych tendencji, jakich można doszukać się w raporcie można wymienić niższe niż oczekiwane koszty ogólne (19,3 mln PLN, prognoza: 23,4 mln PLN) oraz wysoki dodatni cash flow (+50,5 mln PLN w Q3 2010). Warto również zauważyć, że EBIT ratują zdarzenia jednorazowe (pozostałe przychody operacyjne netto = 5,7 mln PLN). Dodatni cash flow wynika z zaliczek wypłaconych m.in. przez GDDKiA, z uwagi na wpływ środków pieniężnych z UE. Podobny efekt obserwowaliśmy w Budimexie. Efekt ten powinien stopniowo ulec odwracaniu (nie wpływa on na wycenę firmy). Zmiany salda rezerw nie miały istotnego wpływu na wyniki (zmiana salda rezerw w jednostce = +1,2 mln PLN).

Kontrakt za 159,5 mln PLN

Mostostal Warszawa podpisał kontrakt z Marvipolem wart 159,5 mln PLN (6,2% przychodów Mostostalu prognozowanych na rok 2010). W ramach kontraktu, Mostostal Warszawa będzie pełnił rolę inwestora zastępczego, odpowiedzialnego za wykonanie projektu wykonawczego, budowę oraz uzyskanie pozwolenia na użytkowanie inwestycji Zielona Italia we Włochach. Umowa będzie realizowana etapowo, w okresie od 17 listopada 2010 do 28 lutego 2014 roku.

Umowa za 31 mln EUR

Mostostal Warszawa podpisał kontrakt ze spółką Focus Park Gliwice na budowę stanu surowego i infrastruktury galerii handlowej Focus Park w Gliwicach. Wartość umowy to 31 mln EUR (122,6 mln PLN, czyli 4,7% prognozowanych przychodów na rok 2010).

Umowa za 72,7 mln PLN

Mostostal Warszawa, jako partner konsorcjum z udziałem PEKUWiM PEKUM (lider) i Per Aarsleff Polska, zawarł umowę z ZWiK w Wałczu na prace w ramach projektu „Kompleksowe rozwiązanie gospodarki wodno-ściekowej dla miasta Wałcza”. Wartość umowy to 72,7 mln PLN netto (2,8% prognozowanych przychodów Mostostalu na rok 2010). Termin realizacji to 24 miesiące.

Kontrakt za 38,8 mln PLN

Mostostal Warszawa w konsorcjum z Accioną podpisał kontrakt na budowę zakładu zagospodarowania odpadów w Myślenicach. Wartość kontraktu przewidzianego na 12 miesięcy realizacji to 38,8 mln PLN netto (1,5% prognozowanych przychodów Mostostalu na rok 2010).

Kontrakt z Ronsonem za 35,8 mln PLN

Mostostal Warszawa podpisał umowę z Ronson Development Millenium na budowę osiedla mieszkaniowego w Warszawie, przy ul. Człuchowskiej, wraz z infrastrukturą. Termin realizacji prac to 22 miesiące. Wartość umowy to 35,8 mln PLN, czyli 1,4% prognozowanych przychodów spółki na rok 2010.

Aneks do kontraktu za 576,8 mln PLN

Mostostal Warszawa podpisał z GDDKiA aneks do kontraktu na budowę mostu przez rzekę Odrę (element obwodnicy Wrocławia). Aneks wydłuża czas realizacji prac o 150 dni, tzn. do 30 kwietnia 2011. Kontrakt na budowę mostu został pierwotnie podpisany 21 maja 2008 roku. Wartość zlecenia to 576,8 mln PLN.



PBG (Redukuj)

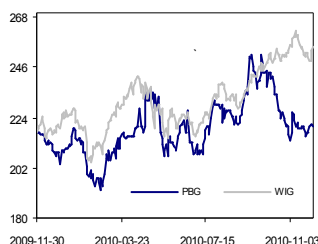
Cena bieżąca: 220 PLN

Cena docelowa: 194 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-05

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 089,3	2 578,0	23,4%	3 295,0	27,8%	3 923,6	19,1%	Liczba akcji (mln)	14,3
EBITDA	270,6	338,7	25,2%	338,9	0,1%	330,8	-2,4%	MC (cena bieżąca)	3 144,9
marża EBITDA	12,9%	13,1%		10,3%		8,4%		EV (cena bieżąca)	3 479,9
EBIT	223,4	286,5	28,2%	288,6	0,7%	280,1	-2,9%	Free float	45,5%
Zysk netto	158,0	210,6	33,3%	214,9	2,0%	221,2	2,9%		
P/E	18,7	14,9		14,6		14,2		Zmiana ceny: 1m	2,6%
P/CE	14,4	12,0		11,9		11,6		Zmiana ceny: 6m	1,0%
P/BV	1,0	2,3		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	1,4%
EV/EBITDA	14,1	11,4		10,3		10,1		Max (52 tyg.)	252,0
Dyid (%)	0,0	0,0		1,4		1,4		Min (52 tyg.)	192,0



Wyniki Q3 2010 oceniamy neutralnie. Uważamy, że perspektywy rozwoju w segmencie energetycznym mogą być w przypadku PBG przeszacowane. Nawet w optymistycznym scenariuszu (Alstom zdobywa 50% dostępnych kontraktów), PBG raczej nie może liczyć na więcej, niż 1 mld PLN przychodów z generalnego wykonawstwa bloków energetycznych w Polsce. Sądzymy też, że tanie przejęcie spółki działającej w segmencie energetycznym może być bardzo trudne. Jeśli chodzi o operatorstwo, uważamy, że istnieje duża niepewność co do przyszłej skali rynku, zaś lista potencjalnych chętnych jest długa. Podsumowując, uważamy, że ewentualny rozwój PBG jest z nawiązką uwzględniony w wycenie. Sprzedaż pakietów akcji Hydrobudowy i Apririi istotnie wpłynie na spadek EBITDA Grupy PBG. Wycena spółki nie uwzględnia ryzyka spadku marż nowych zleceń. Podtrzymujemy negatywne nastawienie do inwestycji w walory PBG i rekomendację redukcji.

Wyniki PBG w Q3 2010

Wyniki Grupy PBG są bardzo zbliżone do naszej prognozy i oczekiwań rynku. Pomimo niższych o 8,2% przychodów od prognozowanego poziomu, marża brutto jest nieznacznie wyższa od naszych założeń (13,1%, prognoza: 12,6%). Znacznie niższe, wręcz na poziomie Q1 2008, okazały się koszty ogólne zarządu. Koszty te wyniosły jedynie 21,6 mln PLN (prognoza: 29,0 mln PLN, Q2: 32,2 mln PLN). Częściowo spadek kosztów ogólnych może wynikać z realizacji kontraktów do PGNiG (koszty alokowane do kosztów własnych sprzedaży), częściowo zaś mogą wynikać ze zdarzeń jednorazowych. Ostatecznie, na poziomie zysku na sprzedaży, wynik jest lepszy od oczekiwań o 3,0 mln PLN. Odchylenie na poziomie EBIT jest nieistotne, podczas gdy nieznacznie wyższy, niż oczekiwany wynik netto to skutek mniejszego salda pozostałych kosztów finansowych. Cash flow operacyjny w Q3 2010 wyniósł 38,6 mln PLN, co jest wartością poniżej naszych oczekiwań, zważywszy, że zakładaliśmy spływ do spółki zaliczek z tytułu kontraktów drogowych. Zgodnie z naszymi informacjami, zaliczki powinny wpłynąć do Grupy w Q4 2010.

Wyniki Grupy Hydrobudowa Polska w Q3 2010

Wyniki Hydrobudowy za Q3 2010 są zgodne z oczekiwaniami, tzn. słabe. Przychody okazały się niższe od naszych założeń, nieznacznie wyższa jest za to marża brutto na sprzedaży (5,4%, prognoza: 5,2%). W podziale na segmenty działalności, naszą uwagę zwraca ujemny wynik w segmencie wody i drogownictwa. Wynik w segmencie budownictwa, gdzie księgowane są m.in. kontrakty stadionowe, jest przyzwoity. Koszty ogólne wyniosły 13,9 mln PLN (prognoza: 14,7 mln PLN). Pozostałe koszty operacyjne netto to 3,1 mln PLN (prognoza: 1,0 mln PLN), pozostałe przychody finansowe netto zaś wyniosły 0,15 mln PLN (oczekiwaliśmy pozostałych kosztów finansowych netto w kwocie 4,3 mln PLN). Efektywna stopa podatkowa wyniosła 26,3% (oczekiwaliśmy 0%). Cash flow operacyjny wyniósł 28,6 mln PLN.

Po transakcji z OHL sprzedaż nie spadnie o więcej niż 350 mln PLN

Aktualny portfel zamówień PBG wskazuje, że sprzedaż Grupy po transakcji z OHL nie spadnie o więcej, niż 350 mln PLN. W przypadku pozyskania dużego kontraktu energetycznego, sprzedaż Grupy PBG może nie spaść i jest szansa na poprawę wyniku netto r/r. Marża netto w 2010 roku mogłaby wynieść nawet 10%. Prognoza na rok 2010 przewiduje 3 mld PLN przychodów i 220 mln PLN zysku netto. Obecnie portfel zamówień PBG na lata kolejne ma wartość 5,1 mld PLN.

PBG planuje budowę centrum handlowego w Bydgoszczy

W raporcie Q3 2010 PBG poinformowało, że 27 października PBG Dom nabył udziały w spółce Ortis-Nieruchomości z siedzibą w Bydgoszczy. Udziały w spółce zostały nabyte za 45 mln PLN. Spółka Ortis-Nieruchomości w przeciągu 5 lat zrealizować ma budowę centrum handlowego

Galeria Kujawska o powierzchni najmu 60 tys. m² i miejscami parkingowymi dla co najmniej 1500 samochodów.

Plany przejęć i sprzedaży aktywów

PBG negocjuje objęcie udziałów w Energomontażu Południe, co zwiększyłoby zaangażowanie PBG w spółce do ponad 50%. Transakcja wiązałaby się z koniecznością ogłoszenia wezwania na akcje spółki. PBG ma również na oku inną firmę z branży budownictwa energetycznego. 70% udziałów spółki, która przy nieco niższych przychodach wypracowuje zbliżone do Energomontażu zyski, PBG mogłoby przejąć za kilkadziesiąt mln PLN. PBG nie wyklucza, że zdecyduje się na obydwie transakcje. PBG nie wyklucza sprzedaży 50% udziałów w spółce Strateg Capital (kopalnia kruszyw). Nabywcą udziałów miałyby być fundusze lub OHL. Nabycie udziałów wiązałoby się z przeniesieniem na nabywcę pożyczek, udzielonych przez PBG. PBG udzieliło pożyczki w kwocie 105,5 mln PLN. PBG wycenia spółkę Strateg Capital na 100 mln PLN. W przypadku inwestycji deweloperskiej w Kijowie PBG widzi 3 wyjścia: sprzedaż projektu, zakup 50% mieszkań w inwestycji, co pozwoliłoby na uruchomienie kredytu w EBOR, lub sprzedaż udziałów w spółce OHL.

Stadiony za granicą?

Prezes PBG na spotkaniu poświęconym wynikom Q3 2010 przyznał, że kraj, który chciałby w przyszłości organizacją Mistrzostw Świata w piłce nożnej, jest zainteresowany wizytą na budowach PBG. Potencjalne kontrakty mogłyby mieć wartość 1-1,5 mld PLN. Obecnie razem z OHL PBG stara się o kontrakty warte 4 mld PLN. Zgodnie z komentarzem na spotkaniu, kraj ten nie został jeszcze wybrany jako organizator mistrzostw, co by wskazywało na to, że chodzi o odległe mistrzostwa 2018 roku.

Umowa warta 45,4 mln PLN

Konsorcjum firm Aprivia, PBG, Hydrobudowa Polska, Husar, SRB, John Sisk i Roadbridge podpisało umowę z Gminą Miasta Włocławek na przebudowę drogi krajowej nr 1. Wartość umowy to 90,8 mln PLN, z czego 50% przypada na Grupę PBG (45,4 mln PLN, czyli 1,4% prognozowanych przychodów PBG na rok 2010).



Polimex Mostostal (Trzymaj)

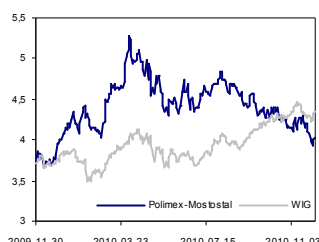
Cena bieżąca: 4,04 PLN

Cena docelowa: 4,2 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-15

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	4 301,7	4 836,7	12,4%	4 343,3	-10,2%	5 125,5	18,0%	Liczba akcji (mIn)	463,6
EBITDA	298,5	343,6	15,1%	295,2	-14,1%	321,6	8,9%	MC (cena bieżąca)	1 872,9
marża EBITDA	6,9%	7,1%		6,8%		6,3%		EV (cena bieżąca)	2 595,9
EBIT	228,1	264,9	16,1%	198,7	-25,0%	201,6	1,5%	Free float	63,9%
Zysk netto	120,1	156,4	30,2%	110,5	-29,4%	143,3	29,7%		
P/E	15,6	12,0		17,0		14,7		Zmiana ceny: 1m	-2,7%
P/CE	9,8	8,0		9,0		8,0		Zmiana ceny: 6m	-8,8%
P/BV	1,8	1,5		1,4		1,4		Zmiana ceny: 12m	7,2%
EV/EBITDA	8,2	6,7		8,8		8,1		Max (52 tyg.)	5,3
Dyid (%)	0,2	0,2		1,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,7



Wyniki Q3 2010 rozczarowały, jednak Q4 2010 zapowiada się istotnie lepiej. Korekty rentowności starych kontraktów Coifera nie powinny już wpływać negatywnie na wyniki Grupy Polimex. W segmencie produkcji rosną wolumeny, wraz z zapełnianiem mocy produkcyjnych nowego zakładu. W efekcie, można oczekiwać, że wynik netto Q4 2010 wyniesie około 40 mln PLN (50,5 mln PLN z uwzględnionym przez nas w prognozie rozpoznanem ulg podatkowych z uwagi na inwestycje w SSE). Dla porównania, wynik netto w Q3 2010 wyniósł 17,3 mln PLN. Oczekiwana poprawa wyników w Q4 2010 mogłaby wskazywać, że kolejny rok powinien być znacznie lepszy niż rok 2010. Zgadza się, że rok 2011 może być lepszy, jednak jednocześnie zauważamy spore ryzyka związane z dużymi kontraktami drogowymi pozyskanymi przez Polimex w 2009 i 2010 roku. Podobnie jak Budimex, Polimex w oparciu o posiadany portfel zleceń w 2011 roku zwiększy istotnie przychody w segmencie dróg i kolei (z 0,83 mld PLN do 1,5 mld PLN). O ile nie obawiamy się o koleje, kontrakty drogowe mogą być pod presją deficytu podwykonawców, wybranych materiałów budowlanych i trudności transportowych (kruszywa). W efekcie, sądzimy, że nie wszystkie negatywne zaskoczenia ze strony Polimexu są już za nami. Podtrzymujemy rekomendację neutralną.

Wyniki Grupy Polimex w Q3 2010

Wyniki Grupy Polimex w Q3 2010 są znacznie słabsze od naszych prognoz i konsensusu. Wyniki są również słabe na poziomie jednostkowym. Za gorszy niż oczekiwany rezultat działalności odpowiada głównie niższa marża brutto na sprzedaży (8,9%, prognoza: 10,5%). Naszym zdaniem źródłem jej jest głównie segment produkcyjny i budownictwa, w tym rumuńska spółka Coifer. W Siedlcach Polimex zapełnia moce produkcyjne nowego zakładu, za priorytet stawiając wolumeny, nie koniecznie zaś marże. Również w pozostałych spółkach Grupy segment produkcji musi zmierzyć się z problemem niższego obłożenia mocy wytwórczych (np. straty w spółkach produkcyjnych Energomontażu Północ). W Coiferze za to były wykonywane ujemne korekty wycen starych kontraktów. Wyceny te obciążały w Q3 2010 głównie wynik segmentu budownictwa. Większość z tych korekt ma charakter jednorazowy i może odnosić się do poprzednich okresów. Korekty te obciążają wynik już na poziomie zysku brutto ze sprzedaży. Koszty ogólne wyniosły 59,1 mln PLN (prognoza: 63,2 mln PLN). Ostatecznie wynik netto w wysokości 17,3 mln PLN jest istotnie poniżej oczekiwań naszych (31,0 mln PLN) oraz konsensusu prognoz (25,4 mln PLN). Podsumowując, wynik Q3 2010 jest na tyle słaby, że osiągnięcie 142 mln PLN zysku netto w całym 2010 roku nie jest możliwe (nawet przy częściowym wykorzystaniu ulg podatkowych z uwagi na inwestycje w SSE). Nasza zrewidowana prognoza zysku netto zakłada wynik na poziomie 110,5 mln PLN.

Marża netto 2,3-2,5% w 2010 roku, poprawa w 2011 roku

Prezes Polimexu w komentarzu do wyników Q3 2010 przyznaje, że przychody w 2010 roku będą zbliżone do przychodów roku ubiegłego, bez uwzględnienia konsorcjantów. Z uwzględnieniem przychodów konsorcjantów, przychody Polimexu wyniosłyby około 4,8 mld PLN. Za brak zakładanego wcześniej wzrostu przychodów o 5-10% Prezes wini warunki pogodowe, opóźniające realizację zleceń (silne mrozy, powodzie, ulewne deszcze). Rentowność netto w 2010 roku może sięgnąć 2,3-2,5% netto, co dawałoby 103,5-112,5 mln PLN zysku netto w bieżącym roku. Celem na rok 2011 jest powrót do rentowności z roku 2009 (3,2%), przy wyższych przychodach r/r. Niższa rentowność w 2010 roku to efekt opóźnień wybranych kontraktów, niższych przychodów segmentu produkcji oraz rezultatów Coifera. W przypadku Coifera stwierdzono, że poprzedni Zarząd nieproporcjonalnie rozliczył koszty realizacji wartego 18 mln EUR kontraktu na budowę biurowca w Bukareszcie. Sprzedaż została ujęta w wynikach całkowicie, natomiast koszty nie. W I półroczu Coifer rozliczył te koszty, przez co wynik okresu był głęboko negatywny. Od 3 miesięcy jednak Coifer osiąga dodatnie wyniki finansowe.



Umowa za 288,6 mln PLN

Energomontaż Północ w konsorcjum ze spółką zależną Energop podpisał kontrakt z PGE na modernizację i remont układu rurociągów parowych i wodnych bloków 7-12 w Elektrowni Bełchatów. Wartość umowy to 288,6 mln PLN, czyli około 6,7% prognozowanych przychodów Polimexu na rok 2010. Kontrakt będzie realizowany przez około 5 lat. Portfel zamówień Energomontażu ma obecnie wartość 450 mln PLN, z czego portfel na rok 2011 ma wartość około 200 mln PLN i jest wypełniony w połowie. Do końca roku wartość portfela zleceń na rok 2011 może wzrosnąć do 220 mln PLN.



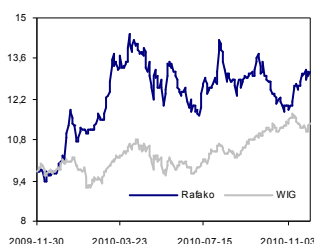
Rafako (Akumuluj)

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

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-03

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 125,6	963,7	-14,4%	1 036,0	7,5%	1 477,0	42,6%	Liczba akcji (mln)	69,6
EBITDA	76,1	67,5	-11,3%	68,0	0,7%	78,1	15,0%	MC (cena bieżąca)	913,8
marża EBITDA	6,8%	7,0%		6,6%		5,3%		EV (cena bieżąca)	666,4
EBIT	60,8	53,9	-11,3%	54,0	0,2%	63,7	17,9%	Free float	21,8%
Zysk netto	-1,4	37,7		51,4	36,1%	60,2	17,2%		
P/E		24,2		17,8		15,2		Zmiana ceny: 1m	9,4%
P/CE	65,3	17,8		14,0		12,2		Zmiana ceny: 6m	4,1%
P/BV	2,7	2,5		2,2		1,9		Zmiana ceny: 12m	34,1%
EV/EBITDA	8,8	10,0		9,8		7,8		Max (52 tyg.)	14,5
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	9,4



Rafako pozostaje spółką z największą ekspozycją na rozwój w segmencie energetycznym spośród analizowanych przez nas podmiotów. 1 mld PLN dodatkowych przychodów z generalnego wykonawstwa bloków energetycznych znaczy dla Rafako znacznie więcej, niż dla spółek takich jak Polimex, czy Mostostal Warszawa. Pierwszym dużym kontraktem na budowę bloku energetycznego o pewnym rozstrzygnięciu będzie kontrakt w Opolu (rozstrzygnięcie: Q1/Q2 2011). Wcześniej, bo pod koniec grudnia, będą zbierane oferty na budowę bloku w Siekierkach, nie jest jednak pewne, czy inwestor będzie dążył do rozstrzygnięcia przetargu. Rafako pozostaje jedną z najbardziej obzerwowanych spółek w branży. Duży poziom utworzonych rezerw zapewnia spółce duży margines bezpieczeństwa, jeśli chodzi o prezentowanie wyników finansowych. Dużą niepewnością obciążona jest potencjalna akwizycja PAK i kopalni. Ryzykiem jest głównie możliwość, że nakłady na nabycie aktywów będą duże i ograniczą w ten sposób możliwość rozwoju Rafako w ramach generalnego wykonawstwa bloków energetycznych. Inwestycja przy wycenie pakietu na poziomie 1 mld PLN broni się finansowo (dla obejmowanego pakietu udziałów EV/EBITDA 2008 ~ 8,8). Nie opublikowane jeszcze wyniki PAK-u za 2009 roku mogą być lepsze, niż w roku 2008, z uwagi na wzrost cen energii o 43,8 PLN/MWh r/r w roku 2009. Szansę na transakcję oceniamy na 80-90%. Prawdopodobieństwo, że w transakcji pojawi się partner i Rafako nie będzie zmuszone do zaciągnięcia kredytu na nawet 800 mln PLN, oceniamy na ponad 50%. Transakcja powinna zostać sfinalizowana pod koniec grudnia 2010. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Wyniki Rafako za Q3 2010

Wyniki Rafako za Q3 2010 są bardzo mocno zaburzone przez zdarzenia jednorazowe i przez to trudne do interpretacji. Marża brutto na sprzedaży jest wysoka i wynosi 15,3% (prognoza: 11,0%), co zaskakuje nas pozytywnie. Zgodnie z notami do sprawozdania, saldo zawiązanych w Q3 2010 rezerw to 41,8 mln PLN. Rezerwy dotyczą głównie wyceny kontraktów. Bez zawiązanych rezerw, teoretycznie, marża brutto na sprzedaży mogłaby wynieść nawet 30%. Koszty sprzedaży wyniosły w Q3 2010 aż 22,2 mln PLN, z czego 16,1 mln PLN to odpis należności. Nasza prognoza zakładała koszty sprzedaży na poziomie 6,5 mln PLN. Nie wiemy, czemu spółka zaksięgowwała odpis należności w poczet kosztów sprzedaży. Ostatecznie, wynik netto (9,8 mln PLN) był niższy, niż oczekiwaliśmy (11,4 mln PLN), co związane jest głównie z wysokimi rezerwami oraz kosztami sprzedaży. Cash flow operacyjny w Q3 2010 wyniósł aż 32 mln PLN, przy czym za większość pozycji odpowiada zmiana rozliczeń międzyokresowych. Podsumowując, mimo, że wyniki są bardzo zaburzone przez zdarzenia jednorazowe i pozornie słabsze nominalnie od oczekiwań, oceniamy je raczej pozytywnie (dobry wynik mimo dużych rezerw, duży pozytywny cash flow).

Wybór oferty za ponad 300 mln PLN

PGE wybrało ofertę Rafako na modernizację i remont układu podgrzewu spalin i obrotowych podgrzewaczy w blokach 7-12 elektrowni Bełchatów. Wartość wybranej oferty to ponad 300 mln PLN (29% prognozowanych przychodów Rafako prognozowanych na rok 2010).

Niepewności dotyczące możliwości zakupu PAK-u

Elektrim, w ramach umowy prywatyzacyjnej PAK z 1999 miał zagwarantowane prawo pierwokupu pozostałych 50% akcji PAK oraz udziałów w kopalniach. Prasa donosi, że nie ma pewności, czy Elektrim z tego prawa zrezygnował. Dwuosobowy Zarząd Elektrimu zdecydował się nie skorzystać z opcji zakupu akcji PAK za 1,6 mld PLN (cena zgodnie z umową prywatyzacyjną). Decyzję zakwestionował zarządca majątku Elektrimu, twierdząc, że dysponowanie majątkiem spółki to rola syndyka. Jednocześnie, pojawiła się informacja o przedłużeniu przez Ministerstwo Skarbu Państwa wyłączności Rafako w negocjacjach ws.



nabycia PAK i kopalni do połowy grudnia 2010. Wiceminister skarbu mówi, że strony dały sobie czas na wyjaśnienie wszystkich kwestii związanych z kształtem projektu umowy prywatyzacyjnej. Do 15 grudnia Rafako musi przedstawić możliwość sfinansowania transakcji.

Czy Solorz-Żak pomoże kupić PAK?

W prasie pojawiły się dwie sprzeczne wypowiedzi Pana Solorza-Żaka. W pierwszej z nich, Pan Solorz-Żak w wywiadzie dotyczącym planowanych inwestycji w Polsce, na pytanie czy zamierza wspierać Rafako w zakupie PAK, przyznał „to sprawa Rafako”. W drugim z wywiadów, opublikowanym później, Zygmunt Solorz – Żak w wypowiedzi dla prasy przyznał, że nie powinno być przeszkód formalnych w zakupie akcji PAK przez Rafako. Gdyby Rafako nie zdobyło środków, a banki, z którymi prowadzone są rozmowy, nie chciały współpracować, pan Solorz – Żak deklaruje, że gotów jest sam dostarczyć środki na zakup PAK.



Trakcja Polska (Trzymaj)

Cena bieżąca: 4,2 PLN

Cena docelowa: 4,16 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-06

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	794,6	711,6	-10,4%	698,5	-1,9%	949,6	36,0%	Liczba akcji (mIn)	160,1
EBITDA	60,9	86,8	42,4%	54,8	-36,8%	62,6	14,2%	MC (cena bieżąca)	672,4
marża EBITDA	7,7%	12,2%		7,8%		6,6%		EV (cena bieżąca)	472,9
EBIT	53,0	76,7	44,6%	44,3	-42,2%	51,9	17,0%	Free float	40,0%
Zysk netto	54,7	71,6	30,9%	41,9	-41,5%	40,3	-3,8%		
P/E	12,3	9,4		16,0		16,7		Zmiana ceny: 1m	-12,5%
P/CE	10,7	8,2		12,8		13,2		Zmiana ceny: 6m	-2,3%
P/BV	2,2	1,8		1,6		1,4		Zmiana ceny: 12m	6,6%
EV/EBITDA	5,8	6,2		8,6		7,1		Max (52 tyg.)	5,0
Dyid (%)	0,0	2,4		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,8



W „wakacyjnej” fali przetargów Trakcja Polska złożyła pierwotnie najniższe oferty cenowe w trzech przetargach typu projektuj i buduj (D&B) na kwotę 1,6 mld PLN. Kontrakty za 1,2 mld PLN już są podpisane. Kontrakty te to zlecenia typu projektu i buduj, z uwagi na długi okres prac projektowych, rozpoczęcie budowy będzie możliwe dopiero w Q4 2011. Do tego czasu wyniki Trakcji Polskiej będą pozostawać pod presją. Wynik netto w 2011 roku raczej nie przekroczy 40 mln PLN. Możliwa poprawa wyników w 2011 roku mogłaby wpłynąć na istotny wzrost atrakcyjności spółki (szansa nawet na 70 mln PLN, w czym duży udział ma zysk z działalności deweloperskiej). Z drugiej strony, Trakcja planuje połączenie z Tiltrą. Transakcję oceniamy negatywnie, głównie z uwagi na: - niepewność dotyczącą przyszłości sektora drogowego (oczekiwany postępujący spadek wydatków GDDKiA od 2012 roku, ryzyko presji na marżę w roku 2011); - konieczność zaciągnięcia dużego długu netto (prawie 500 mln PLN). W najlepszym przypadku (ryzyka w segmencie drogowym nie materializują się, nie ma problemów z kredytowaniem kapitału obrotowego), transakcja będzie neutralna dla wyceny Trakcji Polskiej. NWZA połączeniowe powinno mieć miejsce w styczniu 2011. Do przegłosowania połączenia potrzeba 80% głosów. Podtrzymujemy rekomendację neutralną.

Wyniki Trakcji Polskiej Q3 2010

Wyniki Q3 2010 są słabsze niż oczekiwaliśmy, głównie z uwagi na niższą niż zakładaliśmy marżę brutto na sprzedaży (8,7%, prognoza: 9,9%). W przypadku pozostałych pozycji kosztów oraz pozostałych zdarzeń operacyjnych i finansowych, odchylenia są marginalne. Ostatecznie, EBIT jest o 1,7 mln PLN niższy, niż nasze oczekiwania. W kontekście oceny atrakcyjności inwestycyjnej Trakcji Polskiej, uważamy, że to, czy spółka w Q3 2010 wygenerowała na poziomie netto 3,1 mln PLN, czy 4,7 mln PLN zysku netto nie ma większego znaczenia. Z uwagi na duży deficyt nowych kontraktów, wyniki spółki są pod dużą presją niskiego zapelnienia mocy wytwórczych. Sytuacja poprawi się na pewno od Q4 2011, wraz z wejściem w życie wartych 1,6 mld PLN kontraktów typu D&B, w których Trakcja złożyła najniższe oferty cenowe. Część z tych zleceń jest już podpisana, część została wybrana, jako najkorzystniejsza oferta (nie widzimy możliwości protestów konkurencji).

Umowa nabycia Tiltra Group

Trakcja podpisała umowę nabycia Tiltra Group, zajmującej się budownictwem drogowym w Polsce (ok. 70%) i na Litwie (ok. 30%). Litewska Grupa ma zostać nabyta łącznie za 777,5 mln PLN, płatne łącznie w różnych komponentach (gotówka, akcje, obligacje, warranty). Kwota składa się z płatności gotówkowej (152 mln PLN), emisji aportowej akcji Trakcji Polskiej (328,3 mln PLN, emisja po 4,56 PLN/akcję), obligacji Trakcji Polskiej (292,5 mln PLN) oraz warrantów pozwalających na nabycie akcji Trakcji Polskiej (4,7 mln PLN). Warranty pozwalają na objęcie dodatkowych 47,2 mln nowych akcji Trakcji Polskiej po 6 PLN do dnia 29 października 2013. Transakcja wymaga zatwierdzenia na WZA (80% głosów).

Dodatkowe wiadomości związane z fuzją z Tiltra

Przychody Trakcja-Tiltra w 2012 roku mają zbliżyć się do 3 mld PLN. Skonsolidowane przychody pro forma Trakcja-Tiltra za rok 2009 wyniosłyby 1,9 mld PLN. Oszczędności z uwagi na połączenie spółek mają wynieść kilka mln PLN rocznie. W związku z możliwą transakcją, Trakcja może nie wypłacić dywidendy za rok 2010. Portfel zleceń Trakcji wynosi obecnie 1,8 mld PLN i może w 2010 roku dodatkowo wzrosnąć o 1 mld PLN. Portfel zleceń Tiltry ma wartość 1,2 mld PLN. Finalizacja trakcja z Tiltra spodziewana jest w Q1 2011. Transakcja ma ułatwić wejście Trakcji na rynek państw Bałtyckich i rynek białoruski.

Kontrakt za 588,7 mln PLN

Trakcja Polska w konsorcjum z PNiUIK podpisała umowę z PKP PLK na zaprojektowanie i

prace budowlane w ramach modernizacji odcinka linii E30 Podłęże-Bochnia. Wartość umowy to 588,7 mln PLN, czyli 62% prognozowanych przychodów Trakcji w roku przyszłym. Termin realizacji prac to 40 miesięcy od daty rozpoczęcia robót, ale nie później, niż 31 stycznia 2014. Wkrótce Trakcja może podpisać 2 kolejne kontrakty D&B o wartości 1 mld PLN (udział spółki w pracach to około 40-60%). Jeszcze w tym roku, albo na początku przyszłego, mogą być rozstrzygnięte trzy przetargi o wartości 0,7-1 mld PLN każdy. Chodzi o modernizację linii kolejowych w okolicach Iłży, Malborka oraz Wrocławia.

Kontrakt za 300 mln PLN i kontrakt za 298 mln PLN

Trakcja Polska podpisała w konsorcjach dwa kontrakty z PKP PLK na zaprojektowanie i wykonanie modernizacji linii E/CE 30. Pierwszy z kontraktów dotyczy odcinka Jaworzno Szczakowa – Trzebinia i Jaworzno Szczakowa – Sosnowiec Jęzor. Wartość zlecenia to 300,0 mln PLN (31,6% prognozowanych przychodów Trakcji na rok 2011). Kontrakt został podpisany w konsorcjum z PNiUIK oraz firmą Jan Paruch. Wartość umowy przypadająca na spółkę zależną Trakcji, PRKiL, to 65% wartości umowy, czyli 195 mln PLN (20,5% prognozowanych przychodów Trakcji na rok 2011). Kontrakt będzie realizowany przez okres 40 miesięcy. Drugi z podpisanych kontraktów dotyczy odcinka Sędziszów Małopolski – Rzeszów Zachodni i ma wartość 298 mln PLN (31,4% prognozowanych przychodów Trakcji na rok 2011). Termin realizacji prac to 47 miesięcy. Zgodnie z naszymi informacjami, w konsorcjum uczestniczy też PNiUIK.

Kontrakt za 35,4 mln PLN

Konsorcjum firm Firma Budowlano – Drogowa MTM (lider) i Trakcja Polska (partner) podpisało umowę z Gminą Miasta Gdańska na budowę ulicy Nowej Łódzkiej w Gdańsku, wraz z budową linii tramwajowej. Wartość całego kontraktu to 91,0 mln PLN, z czego na Trakcję Polską przypada 35,4 mln PLN (3,7% prognozowanych przychodów Trakcji na rok 2010). Termin realizacji prac to 18 miesięcy.



Ulma Construcción Polska (Trzymaj)

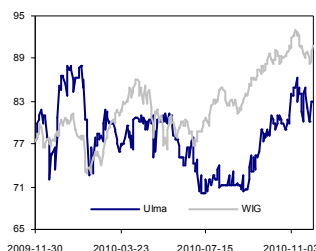
Cena bieżąca: 83 PLN

Cena docelowa: 85,9 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-05

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	241,5	175,4	-27,4%	213,5	21,7%	256,0	19,9%	Liczba akcji (mln)	5,3
EBITDA	103,4	72,1	-30,3%	107,3	48,9%	128,8	20,1%	MC (cena bieżąca)	436,2
marża EBITDA	42,8%	41,1%		50,2%		50,3%		EV (cena bieżąca)	600,7
EBIT	40,9	4,0	-90,3%	27,5	593,4%	52,8	92,4%	Free float	18,7%
Zysk netto	25,9	-5,5		10,7		33,3	212,9%		
P/E	16,9			40,9		13,1		Zmiana ceny: 1m	2,5%
P/CE	4,9	7,0		4,8		4,0		Zmiana ceny: 6m	7,9%
P/BV	1,7	1,7		1,6		1,5		Zmiana ceny: 12m	3,1%
EV/EBITDA	6,0	9,1		5,6		4,4		Max (52 tyg.)	88,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	70,0



Wyniki Q3 2010 były bardzo bliskie naszych prognoz. Wyniki prezentują stopniową poprawę rentowności działalności spółki. W roku 2011 w wynikach Ulmy pojawią się rezultaty z realizacji kontraktów infrastrukturalnych podpisanych w roku 2010. Z uwagi na rekordowy wolumen prac drogowych, który będzie miał miejsce w roku kolejnym, spółka notuje znacząco zwiększony popyt na szalunki ze strony generalnych wykonawców. Obecnie firmy drogowe, widząc wzrost kosztów budowy dróg, starają się jak najszybciej zakontraktować dzierżawę sprzętu na przyszłe budowy. Przekłada się to na dodatkowy wzrost presji cenowej, który częściowo hamuje jedynie dążenie konkurencyjnej firmy Doka do zwiększenia udziału w rynku infrastruktury. Pozycja rynkowa Ulmy i dotychczasowego lidera, czyli Peri, jest już w zasadzie równorzędna. Doka nie dysponuje zapleczem logistycznym zbliżonym do dwóch liderów rynku. Podtrzymujemy opinię, że nawet biorąc pod uwagę wysoką amortyzację, ponad 30 mln PLN zysku netto w 2011 roku jest realne. Zakończenie realizacji na tak dużą skalę programu budowy dróg niestety przełoży się na spadek wyników Ulmy w latach kolejnych. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Wyniki Ulmy w Q3 2010

Wyniki Ulmy w Q3 2010 były bardzo zbliżone do naszych prognoz. Odchylenia są w zasadzie nieistotne, z wyjątkiem EBITDA, gdzie odchylenie „na minus” sięga 6%. Podsumowując, wyniki Q3 2010 skłaniają nas do podtrzymania prognoz na rok 2010 i lata kolejne.



Unibep (Trzymaj)

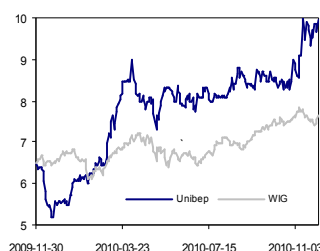
Cena bieżąca: 9,94 PLN

Cena docelowa: 9,3 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-03

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	503,9	392,7	-22,1%	680,2	73,2%	734,6	8,0%	Liczba akcji (mln)	33,9
EBITDA	33,4	31,4	-6,1%	33,0	5,3%	29,7	-10,1%	MC (cena bieżąca)	337,2
marża EBITDA	6,6%	8,0%		4,9%		4,0%		EV (cena bieżąca)	370,3
EBIT	31,8	26,6	-16,1%	28,0	5,1%	24,6	-12,2%	Free float	28,5%
Zysk netto	27,6	17,8	-35,6%	22,6	26,8%	20,0	-11,4%		
P/E	12,2	19,0		14,9		16,9		Zmiana ceny: 1m	11,7%
P/CE	11,5	15,0		12,2		13,4		Zmiana ceny: 6m	25,0%
P/BV	3,3	3,1		2,3		2,1		Zmiana ceny: 12m	55,1%
EV/EBITDA	8,4	10,9		11,2		12,1		Max (52 tyg.)	10,0
Dyid (%)	0,0	1,0		0,0		0,6		Min (52 tyg.)	5,2



Unibep podpisał kontrakt w Sankt-Petersburgu i jest bliski podpisania uruchomienia realizacji hotelu w białoruskim Mińsku. Nasze wstępne szacunki wskazują na to, że realizacja kontraktów pozwoli na przekroczenie naszych prognoz przychodów w segmencie eksportu w 2011 roku o nawet 120 mln PLN. Może to także oznaczać, że spadek wyniku netto w roku 2011 o około 10% r/r, jak zakłada nasza prognoza, nie koniecznie musi mieć miejsce. W kraju ma miejsce stopniowa budowa portfela zleceń. Na razie nie przewidujemy korekty prognoz w innych segmentach działalności, niż segment eksportu. Notowania Unibepu przekroczyły o ponad 5% naszą cenę docelową, faktem jest jednak, że prognozy powinny zostać zrewidowane w górę (pozyskane kontrakty eksportowe). W efekcie, nie widzimy na razie uzasadnienia dla rekomendacji negatywnej. Rekomendujemy trzymanie walorów Unibepu.

Wyniki Unibepu za Q3 2010

Wyniki Unibepu za Q3 2010 są bardzo zbliżone do naszych oczekiwań – tak na poziomie przychodów, jak i EBIT oraz zysku netto. Bardzo zbliżona do naszych prognoz jest również struktura wyniku. Z różnic możemy wspomnieć niższą marżę w drogownictwie (4,3%, prognoza: 6%), lepszy wynik działalności deweloperskiej (marża: 27,1%, prognoza: 19,5%) oraz stratę na produkcji (strata brutto = 1,1 mln PLN, prognozowany zysk brutto = 0,5 mln PLN). Lepszy wynik działalności deweloperskiej związany jest z bardziej atrakcyjną niż zakładana w prognozach strukturą przekazów lokali. Strata na produkcji wynika ze strat związanych z powodzią (podtopienie wybranych domów modułowych). Wyższy wynik brutto na sprzedaży (marża 8,0%, prognoza: 7,5%) kompensowany jest wyższymi kosztami ogólnymi działalności (6,9 mln PLN, prognoza: 5,0 mln PLN). Za wyższe koszty odpowiada naszym zdaniem dążenie spółki do pozyskiwania nowych kontraktów, w tym na rynkach eksportowych. Z pozytywnych zaskoczeń można wymienić duży dodatni cash flow operacyjny (+27,8 mln PLN w Q3 2010). Podsumowując, wyniki są zgodne z oczekiwaniami i pozwalają na podtrzymanie całorocznych prognoz.

Plany na rok 2011 i 2012

Sprzedaż Unibepu wzrośnie w przyszłym roku o 15-20%. Zysk netto powinien zwiększyć się proporcjonalnie do wzrostu przychodów. Celem na rok 2012 jest 1 mld PLN przychodów i 5% rentowności netto. W przyszłym roku kontrakty zagraniczne mają dać spółce około 20% przychodów.

Plany pozyskania kontraktu za 100 mln EUR

Prezes Unibepu przyznaje, że spółka może jeszcze w tym roku podpisać kolejny duży kontrakt w Rosji, wart 100 mln EUR. Byłoby to zlecenie z zakresu budownictwa przemysłowego. Z uwagi na podpisane zlecenia w Sankt Petersburgu i Mińsku, rok 2011 może być lepszy dla segmentu eksportu niż rok 2008.

Kontrakt na biurowiec wart 39,9 mln PLN

Unibep podpisał kontrakt z GTC na budowę zespołu biurowego Centrum Biznesowe Okęcie w Warszawie. Wynagrodzenie Unibepu to 10,1 mln EUR, czyli 39,9 mln PLN (5,9% prognozowanych przychodów spółki na rok 2010). Termin realizacji umowy to 13 miesięcy (do grudnia 2011).

Kontrakt mieszkaniowy za 41,6 mln PLN

Unibep podpisał aneks do umowy z firmą Linaria na realizację inwestycji Mozaika Mokotów. Aneks powoduje, że umowa wchodzi w życie. Inwestycja będzie obejmowała 143 mieszkania o powierzchni użytkowej 10 tys. m². Wartość umowy to 41,6 mln PLN (6,1% prognozowanych przychodów Unibepu na rok 2010). Termin zakończenia prac to 31 grudnia 2011.



Sytuacja w segmencie produkcji i drogowym

Segment produkcji w 2010 roku przynosi straty. W całym roku strata segmentu może wynieść 5-6 mln PLN. Prezes tłumaczy, że poprzednie kierownictwo nie doceniło złożoności budów. Słaba organizacja spowodowała dodatkowe koszty. W najbliższych latach segment ten zdaniem Prezesa będzie perełką Unibepu. Niedługo Unibep też może podpisać kolejne zlecenie na rynku norweskim warte kilka mln EUR. Chodzi o budowę domów z opieką medyczną dla starszych osób. Unihouse planuje także rozpocząć sprzedaż domów modułowych w Polsce - chodzi m.in. o budowę hoteli jedno i dwugwiazdkowych. W przyszłym roku spadnie udział w przychodach biznesu drogowego. Z uwagi na niskie marże, spółka nie planuje rozwijać tej działalności.



ZUE (Kupuj)

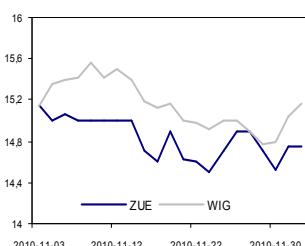
Cena bieżąca: 14,75 PLN

Cena docelowa: 19,3 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-24

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	250,6	199,9	-20,2%	415,8	108,0%	505,4	21,5%	Liczba akcji (mIn)	22,0
EBITDA	46,5	18,7	-59,8%	35,5	90,1%	46,8	31,7%	MC (cena bieżąca)	324,5
marża EBITDA	18,6%	9,4%		8,5%		9,3%		EV (cena bieżąca)	278,9
EBIT	45,2	16,8	-62,9%	28,0	67,1%	38,5	37,2%	Free float	40,0%
Zysk netto	12,8	8,6	-32,5%	17,2	98,9%	29,0	68,6%		
P/E	18,4	27,3		18,9		11,2		Zmiana ceny: 1m	
P/CE	16,8	22,3		13,1		8,7		Zmiana ceny: 6m	
P/BV	5,5	4,6		2,1		1,8		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	4,2	15,7		7,8		5,9		Max (52 tyg.)	15,1
Dyid (%)	4,2	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	14,5



Rozstrzygnięcia największych przetargów kolejowych są już za nami. Z fali przetargów, o wartości ponad 5 mld PLN, Grupie ZUE udało się pozyskać 1 zlecenie typu projektuj i buduj (wartość: 510,9 mln PLN, na ZUE przypada 177,3 mln PLN). Grupa ZUE prawdopodobnie nie pozyska zlecenia na realizację 2-giej części modernizacji LCS Ciechanów (negatywna dla spółki decyzja KIO). Z drugiej strony, ZUE udało się pozyskać duży kontrakt tramwajowy, o wartości 123 mln PLN netto (linia tramwajowa w Krakowie). Portfel zleceń Grupy ZUE na rok 2010 ma wartość 403,4 mln PLN. Do realizacji prognozy brakuje 12,4 mln PLN, z tym jednak nie powinno być problemu, gdyż Q4 2010 obfituje w możliwe do wykonania prace dodatkowe. Portfel zamówień na rok 2011 ma wartość 339,2 mln PLN. Na koniec 2009 roku portfel na rok 2010 był zapełniony w około 60%. Biorąc pod uwagę charakter prac miejskich oraz specyfikę ZUE i PRK Kraków, nie obawiamy się jednak o realizację prognozy przychodów i wyników finansowych na rok 2011. W segmencie miejskim występuje wiele relatywnie krótkich zleceń, o okresie realizacji zbliżonym do 1 roku. Ogłoszone zostały przetargi na realizację linii tramwajowych w Poznaniu i Płocku. Kolejne przetargi mogą być ogłoszone na wiosnę 2011. W segmencie kolejowym wiele najniższych ofert cenowych złożyły firmy, które nie mają doświadczeń w realizacji dużych zleceń w segmencie. Firmy te będą poszukiwały podwykonawców, co daje ZUE szansę na pozyskanie kolejnych umów. Przed przejęciem przez ZUE, PRK Kraków świadczyła głównie usługi podwykonawcze. Rekomendujemy kupno walorów ZUE.

Wyniki ZUE w Q3 2010

Wyniki ZUE za Q3 2010 są zbliżone do naszych oczekiwań. Spółka wygenerowała wyższe o 9,5% od naszych prognoz przychody, marża zysku brutto na sprzedaży okazała się niższa od naszych oczekiwań (8,7%, prognoza: 9,6%). Uważamy, że z uwagi na dużą liczbę robót dodatkowych, Q4 2010 powinien przynieść wzrost marży brutto i realizację prognoz całorocznych. W Q3 2009 marża brutto wyniosła 9,6%, podczas gdy w całym 2009 roku: 10,9% (pro forma). W Q3 2010 marża brutto na sprzedaży wyniosła 8,7%, zaś prognoza całoroczna zakłada marżę brutto na poziomie 10,5%. Efekt niższej marży brutto na sprzedaży łągodzą niższe niż zakładane koszty ogólne (3,6 mln PLN, prognoza: 3,8 mln PLN). Podsumowując, wyniki Q3 2010 oceniamy neutralnie. Pozostałe przychody operacyjne netto w Q3 2010 wyniosły 0,1 mln PLN (prognozowaliśmy pozostałe koszty operacyjne netto w kwocie 0,4 mln PLN). Pozostałe koszty finansowe netto wyniosły 1,3 mln PLN, czyli były zgodne z prognozą. Efektywna stopa podatkowa to 24,2%, zaś zysk akcjonariuszy mniejszościowych wyniósł 0,1 mln PLN (prognoza: 0,3 mln PLN).

Portfel zamówień na rok 2011

ZUE na spotkaniu poświęconym wynikom Q3 2010 zaprezentowało portfel zamówień na rok 2011. Jego wartość to 339,2 mln PLN (kontrakty podpisane). 23 mln PLN warte są potencjalne przychody z kontraktów, które w najbliższym czasie powinny zostać podpisane. Daje to łącznie 362,2 mln PLN portfela zleceń pro forma. Portfel zamówień na rok 2010 jest już niemal w całości wypełniony (403,4 mln PLN na połowę listopada 2010). Spółka podtrzymuje prognozy. Portfel zleceń na rok 2012 ma wartość około 150 mln PLN.

ZUE ma kontrakt wart 177,3 mln PLN na E/C-E 30

Konsorcjum z udziałem ZUE i PRK Kraków podpisało z PKP PLK umowę na zaprojektowanie i wykonanie robót w ramach modernizacji linii E/C-E 30 na odcinku Biadolinie – Tarnów. Wartość umowy przypadająca Grupie to 177,3 mln PLN, czyli 42,6% prognozy zarządu na poziomie przychodów na rok 2010. Termin realizacji prac to 49 miesięcy (nie później, niż koniec 2014 roku). Wartość całego zlecenia to 510,9 mln PLN netto.

Kontrakt za 122,9 mln PLN netto

ZUE, jako lider konsorcjum w składzie: ZUE, PBI Energopol, PIRK Tor-Krak, podpisało umowę z Gminą Miejską Kraków na budowę linii tramwajowej łączącej ul. Brożka i Kampus UJ w Krakowie. Wartość umowy to 150 mln PLN brutto (122,9 mln PLN netto, czyli 30,3% prognozowanych przychodów ZUE na rok 2010. Prace będą realizowane przez okres 24 miesięcy.

Umowa z Trakcją Polską za 106 mln PLN i 19,6 mln PLN

ZUE zawarło umowy z Trakcją Polską na wykonanie przez ZUE i PRK Kraków prac podwykonawczych w ramach modernizacji LCS Działdowo. To nie jest nowy kontrakt. W raporcie Q3 2010 ZUE informowało o zawarciu 20 sierpnia 2010 roku umowy z Trakcją Polską, w której dokonano podziału prac w ramach modernizacji LCS Działdowo. Zgodnie z raportem ZUE Q3 2010, wartość prac dla ZUE to 153,2 mln PLN brutto (125,6 mln PLN netto, czyli 24,9% prognozowanych przychodów ZUE na rok 2010). Obecne umowy to w zasadzie aneks do umowy z 20 sierpnia, w którym uporządkowaniu ulega podział pracy między ZUE (jednostka), a spółkę zależną ZUE, PRK Kraków. Całkowita wartość zlecenia w wysokości 125,6 mln PLN jest bez zmian.

Zarząd podtrzymuje prognozy

Zarząd deklaruje, że na chwilę bieżącą realizacja prognoz na rok 2010 jest niezagrażona. Jeśli będą jakieś różnice między wynikiem a prognozą, to raczej będą niewielkie.

Potencjalne kontrakty za 23 mln PLN

ZUE w raporcie Q3 2010 informuje o złożeniu najkorzystniejszych ofert w 4 kontraktach o łącznej wartości netto w wysokości 23 mln PLN (5,5% prognozowanych przychodów na rok 2010). Kontrakty dotyczą modernizacji ulic w Szczecinie i budowie sieci trakcyjnej we Wrocławiu. ZUE informuje też o złożeniu oferty na modernizację LCS Ława (4-te miejsce pod względem ceny) i trwającej procedurze odwoławczej w przypadku kontraktu na modernizację LCS Ciechanów (część 2).

Deweloperzy

Segment mieszkaniowy

Home Broker o cenach mieszkań w 2011 roku

Home Broker szacuje, że w ciągu kolejnych 12 miesięcy ceny nieruchomości w Polsce powinny wzrosnąć o 1,7%, przy inflacji rzędu 3%, co oznacza realny spadek cen o około 1,3%. Na zjawisko to ma wpłynąć wejście w życie rekomendacji T i restrykcje w programie Rodzina na Swoim.

Segment komercyjny

Rośnie wolumen transakcji w sektorze komercyjnym

Specjalista Cushman & Wakefield uważa, że Q4 2010 może przynieść w Europie transakcje sprzedaży nieruchomości komercyjnych o wartości 40 mld EUR. Dałoby to 110 mld EUR wydane na nieruchomości komercyjne w całym 2010 roku, czyli wzrost wartości transakcji o 49% r/r. W Polsce w 2010 roku wartość transakcji może być na poziomie roku 2008, czyli 2 mld EUR. W Q3 2010 wartość transakcji w Polsce wyniosła 655 mln EUR.

Gant Development

Sprzedaż mieszkań w październiku 2010

Gant w październiku 2010 sprzedał 69 mieszkań netto, w porównaniu do 120 we wrześniu. Prezes Ganta przyznaje, że spółka stawia obecnie bardziej na rentowność, niż wolumen sprzedaży. Zarząd również liczy na wykonanie planu sprzedaży na rok 2010, który zakłada zbycie 900 mieszkań. Po 10 miesiącach 2010 roku Gant sprzedał 754 mieszkania. Wiceprezes radzi, aby nie przeceniać znaczenia słabego października, kiedy spółka sprzedała 69 lokali. Popyt na mieszkania spółki utrzymuje się na wysokim poziomie.

Zarząd podtrzymuje prognozę na rok 2010

Wiceprezes Ganta podtrzymuje prognozę wyników spółki na rok 2010. Dokładna realizacja budżetu będzie wynikać z niezależnych od spółki czynników – decyzji administracyjnych dla dwóch inwestycji we Wrocławiu oraz ukończenia projektów w Gdańsku i na wrocławskich Stąłowicach. Dwa pierwsze projekty są już ukończone.

NFI Octava

Plany inwestycyjne Octavy

W ciągu najbliższych miesięcy NFI Octava zrealizuje 3 projekty inwestycyjne. Rozbudowa Magnolia Park o sklep Castorama i H&M, a także o parking nadziemny, rozpocznie się na początku 2011 roku, wtedy też zostanie wybrany wykonawca. Niemal cała powierzchnia jest już wynajęta. Budowa zakończyć ma się w Q1 2012. Kolejną inwestycją jest projekt mieszkaniowy w Chełmie, którego budowa zakończy się latem 2011 roku (3500 PUM). Wiosną 2012 roku będzie oddany projekt mieszkaniowy w Lublinie na ok. 8000 PUM. Całkowity koszt budowy obu inwestycji to 33,5 mln PLN. W Lublinie spółka rozważa zakup działek sąsiadujących z obecną inwestycją. Posiadane grunty w Lublinie pozwalają na budowę dodatkowych 4500 PUM. Na razie nie zapadła decyzja w przypadku budowy galerii handlowej w Wałbrzychu.

PA Nova

Prognozy na rok 2010 i 2011

PA Nova opublikowała prognozy na rok 2010 i 2011. W 2010 roku spółka prognozuje 143,2 mln PLN przychodów, w 2011 roku zaś 160,8 mln PLN. Zys netto w 2010 roku ma wynieść 19,5 PLN, zaś w roku 2011: 21,3 mln PLN. Prognoza uwzględnia utrzymanie relacji kosztów ogólnych do przychodów, utrzymanie korzystnych cen budowy w 2011 roku, realizację inwestycji w Kędzierzynie – Koźlu, Zamościu i Stalowej Woli. Wycena Galerii Sanowa nie została ujęta w prognozie. PA Nova rozważy wycenę obiektu, gdy historia jego działalności będzie wystarczająca do dokonania takiej wyceny.

Transakcje z GC Investment

PA Nova nabyła prawo własności gruntu w Jaworznie za 35 mln PLN od firmy GC Invest. Jednocześnie PA Nova zawarła przedwstępną umowę sprzedaży gruntu w Jaworznie ze spółką GC Nova (kupujący). Grunt ma zostać sprzedany do 30 kwietnia 2011, wraz z koncepcją architektoniczną oraz strategią marketingu i wynajmu, za 46 mln PLN. PA Nova posiada 50% udziałów spółki GC Nova, pozostałe udziały posiada GC Invest.

Kontrakt z Tesco

PA Nova zawarła kontrakt budowlany z Tesco na kwotę 10,4 mln PLN (6,6% zeszłorocznych przychodów spółki).

Robyg**Wyniki Robyga w Q3 2010**

Wyniki Q3 2010 Robyga nas nie zaskakują. W Q3 2010 deweloper nie rozpoczął jeszcze przekazywania lokali w ramach inwestycji Osiedle Zdrowa, etap 2, co zapewni tak wysokie przychody, jak i wysoką marżę brutto na sprzedaży w Q4 2010. Marżę na realizacji 2 etapu inwestycji szacujemy na 27,4%. W Q3 2010 przekazywane były jedynie mieszkania w starych inwestycjach, wybudowanych po wysokim koszcie. W tym kontekście, wyniki brutto na sprzedaży (marża: 23,2%) oceniamy pozytywnie. Koszty ogólne wyniosły w Q3 2010 3,9 mln PLN, przy naszej prognozie dla 2 połowy 2010 roku na poziomie 8,7 mln PLN. Pozostałe przychody operacyjne netto wyniosły 0,1 mln PLN. Wynik na działalności finansowej to -0,3 mln PLN. Efektywna stopa podatkowa wyniosła 29,6%, a wynik akcjonariuszy mniejszościowych 0,8 mln PLN.

115 mieszkań sprzedanych w Q3 2010

Robyg zawarł w Q3 2010 115 umów przedsprzedaży mieszkań. Po 3 kwartałach Robyg sprzedał 402 mieszkania (Q1: 97, Q2: 190).

Wyniki sprzedaży w październiku 2010 i plany na przyszłość

Robyg poinformował, że po 10 miesiącach 2010 roku ma sprzedane 451 lokali, co znaczy, że w październiku spółka sprzedała 49 mieszkań. Łącznie w 2010 roku Zarząd ostrożnie zakłada 530-550 umów przedwstępnych sprzedaży lokali. Nie można wykluczyć zaskoczeń pozytywnych, z uwagi na przeprowadzoną pod koniec roku promocję dużych mieszkań na Wilanowie. W roku kolejnym spółka chciałaby sprzedać 1000-1500 lokali (celem jest sprzedaż kwartalna na poziomie 25% wielkości oferty). Na początku 2011 roku spółka będzie miała 1100 mieszkań w ofercie. Celem jest, aby w każdym kwartale sprzedawać około 25% oferty (około 250 mieszkań kwartalnie). W oparciu o środki z emisji akcji Robyg planuje nabyć nowe grunty. Spółkę interesuje Warszawa i dzielnice takie jak Wilanów, Bemowo i Wola. Szef Rady Nadzorczej oczekuje wzrostu popytu na rynku w 2011 i 2012 roku, co związane ma być z wejściem na rynek roczników wyżu demograficznego.

Uzyskanie pozwolenia na budowę 2 etapu City Apartments

Robyg poinformował o uzyskaniu pozwolenia na budowę 2 etapu City Apartments.

Emisja obligacji za 20 mln PLN i 40 mln PLN

Robyg wyemitował obligacje warte 20 mln PLN. Robyg ogłosił również plany emisji kolejnej serii 3-letnich obligacji o wartości 40 mln PLN. Spółka będzie starać się o wprowadzenie papierów na rynek Catalyst. Terminem zakończenia przyjmowania wpłat na obligacje i złożenia zapisów był 25 listopada, a dniem przydziału papierów 26 listopada. Oprocentowanie obligacji wyniesie 8,9% (stała stopa procentowa).

Warimpex**Emisja obligacji za 300 mln PLN, 80-120 mln PLN w tym roku**

Zarząd Warimpexu zatwierdził trzyletni program emisji obligacji o łącznej wartości do 300 mln PLN. Pieniądze zostaną przeznaczone na sfinansowanie nowych projektów i spłatę kredytów. Zarząd spodziewa się, że na koniec 2010 roku spółka będzie mogła odwrócić część odpisów nieruchomości dokonanych na koniec roku 2009. W Q4 2010 sprzedaż może wzrosnąć o 20% r/r, wynik netto zaś, oczyszczony o zdarzenia jednorazowe, będzie taki, jak w Q3 2010. Firma spodziewa się poprawy wyników w roku kolejnym. Celem jest powrót do wyników sprzed kryzysu – spółka może ten cel osiągnąć najpóźniej w 2012 roku (chodzi o 30-35 mln EUR zysku netto, P/E 3,6-4,2). W 2011 roku przychody mogą przekroczyć 110-120 mln EUR. W tym roku prawdopodobnie nie dojdzie do sprzedaży aktywów, spółka nie chce ich sprzedawać po niskich cenach. Wydatki kapitałowe w 2011 roku mają wynieść 30-40 mln EUR.



BBI Development (Kupuj)

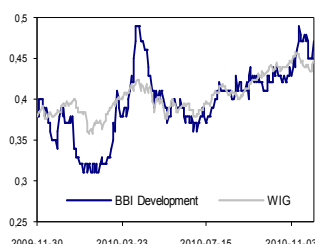
Cena bieżąca: 0,47 PLN

Cena docelowa: 0,55 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-10

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	11,3	1,0	-91,3%	82,0	8183,4%	80,4	-2,0%	Liczba akcji (mln)	532,1
EBITDA	1,1	-7,9		27,2		38,8	42,6%	MC (cena bieżąca)	250,1
marża EBITDA	9,7%	-794,9%		33,2%		48,3%		EV (cena bieżąca)	370,0
EBIT	1,1	-7,9		26,7		38,3	43,5%	Free float	70,7%
Zysk netto	1,4	-9,1		22,3		23,3	4,7%		
P/E	90,4			11,2		10,7		Zmiana ceny: 1m	6,8%
P/CE	90,4			11,0		10,5		Zmiana ceny: 6m	20,5%
P/BV	0,9	1,3		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	17,5%
EV/EBITDA	283,6			13,6		11,7		Max (52 tyg.)	0,5
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	0,3



BBI Development specjalizuje się w inwestowaniu w nietypowych, bardzo dobrych lokalizacjach. W okresie dobrej koniunktury na rynku nieruchomości różnice w cenach między nieruchomościami w najlepszych lokalizacjach a nieruchomościami w słabych lokalizacjach ulegają rozszerzeniu. W przypadku słabej koniunktury rynkowej, różnice te się zawężają, choć jednocześnie na atrakcyjny produkt nabywca zawsze się znajdzie. W efekcie, w przypadku możliwego powrotu bardzo dobrej koniunktury na rynku, potencjał do wzrostu kursu BBI może być większy, niż innych deweloperów, oferujących na przykład tanie, popularne mieszkania. W porównaniu do wcześniejszego komentarza specjalnego zdecydowaliśmy się na wnikliwą analizę średnioterminowej perspektywy BBI Development. Wycena uwzględnia scenariusz umiarkowany (utrzymanie obecnej sytuacji w segmencie mieszkaniowym i handlowym, lekka poprawa w segmencie biurowym). Nasza wycena uwzględnia perspektywę krótko- i średnioterminowych inwestycji deweloperskich BBI Development. Spojrzenie na dłuższy horyzont czasowy mogłoby wygenerować wyższą wycenę spółki, niestety, trudno oczekiwać, aby rynek dyskutował obecnie dłuższy horyzont inwestycyjny, niż rok 2013. Z drugiej strony, nasze oczekiwania dotyczące bardzo dobrych wyników spółki po 2013 roku pozwalają sądzić, że BBI w dłuższym terminie również będzie kreować wartość dla akcjonariuszy. Rekomendujemy kupno walorów BBI Development.

Wyniki BBI Development w Q3 2010

Przychody BBI Development wyniosły 0,4 mln PLN (prognoza: -1,4 mln PLN). W prognozie ujmowaliśmy stratę na wycenie nieruchomości komercyjnych w wysokości 2,0 mln PLN. Strata ta nie pojawiła się w wynikach, gdyż spółka rozlicza zmianę wyceny nieruchomości komercyjnych w okresach półrocznych. Wyższe niż nasze oczekiwania okazały się koszty ogólne działalności (4,9 mln PLN, prognoza: 2,5 mln PLN). Za wyższe koszty ogólne odpowiadają koszty usług obcych (1,9 mln PLN, prognoza: 1,0 mln PLN), pozostałe koszty rodzajowe (1,0 mln PLN, prognoza: 0,2 mln PLN) oraz podatki i opłaty (0,4 mln PLN, prognoza: 0,1 mln PLN). Sądzymy, że wyższe pozostałe koszty rodzajowe i koszty usług obcych wynikają ze zdarzeń jednorazowych bądź z prac nad przygotowaniem nowych projektów. Pozostałe przychody operacyjne netto wyniosły 0,3 mln PLN (prognoza: -0,2 mln PLN). Pozostałe koszty finansowe netto wyniosły 0,15 mln PLN (prognoza: -0,24 mln PLN). Pomimo straty brutto przed opodatkowaniem, spółka zapłaciła dodatni podatek w wysokości 0,3 mln PLN (oczekiwaliśmy ujemnego podatku w kwocie 0,7 mln PLN).



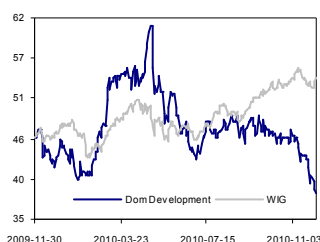
Dom Development (Kupuj)

Cena bieżąca: 38,52 PLN Cena docelowa: 50,1 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-03

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	698,2	704,4	0,9%	481,3	-31,7%	651,4	35,3%	Liczba akcji (mln)	24,6
EBITDA	168,1	113,6	-32,4%	44,9	-60,4%	119,9	166,7%	MC (cena bieżąca)	946,1
marża EBITDA	24,1%	16,1%		9,3%		18,4%		EV (cena bieżąca)	1 200,1
EBIT	165,7	111,2	-32,9%	43,0	-61,3%	117,9	174,2%	Free float	24,5%
Zysk netto	136,9	80,2	-41,4%	26,8	-66,6%	83,9	213,4%		
P/E	6,9	11,8		35,3		11,3		Zmiana ceny: 1m	-16,6%
P/CE	6,8	11,4		32,9		11,0		Zmiana ceny: 6m	-18,6%
P/BV	1,4	1,3		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	-17,9%
EV/EBITDA	7,2	10,9		26,7		9,3		Max (52 tyg.)	61,0
Dyid (%)	5,3	2,1		0,7		2,2		Min (52 tyg.)	38,5



Zaskakuje nas słabe zachowanie kursu Dom Development w listopadzie. Wiadomości, które płynęły ze spółki, były jak najbardziej pozytywne. Są to: sprzedaż Kamienicy Raczyńskiego za 95 mln PLN, w którą wzięliśmy; sprzedaż miastu kolektora sanitarnego za 40 mln PLN (możliwość odzyskania istotnych poniesionych wcześniej nakładów, pozytywny cash flow). Q4 2010 powinien przynieść istotny wzrost wyników sprzedaży (wprowadzenie do oferty Osiedla Wilno i inwestycji Przy Ratuszu). Oczekujemy bardzo dobrych wyników sprzedaży Osiedla Wilno. W całym kwartale sprzedaż mieszkań netto w Dom Development może zdecydowanie przekroczyć 400 sprzedanych lokali. Faktem jest, że w H1 2011 spółka nie ma wielu lokali do przekazania, jednak w H2 2011 sytuacja powinna istotnie się zmienić (rozpoczęte przekazania nowych inwestycji, m.in. osiedla Saska). Nasza prognoza zakłada 83,9 mln PLN wyniku netto w 2011 roku, co daje P/E 2011 = 11,3. W 2012 roku prognozujemy 124 mln PLN zysku netto (P/E 2012 = 7,6, EV/EBITDA 2012 = 4,8). Zgodnie z naszą obserwacją, inwestorzy są skłonni dyskontować P/E 2011 = 10-11. Oznacza to, że powinni jednocześnie dyskontować P/E 2012 = 9-10 (dla WACC=10%). Taka prosta analiza porównawcza implikuje potencjał wzrostu kursu Dom Development rzędu 18-32%. Wyniki 2010 roku są naszym zdaniem wiarygodne. W porównaniu do oczekiwań z kwietnia 2010, spółka zrealizowała wszystkie nasze prognozy, nawet z nawiązką (wcześniejsze uruchomienie inwestycji Osiedle Wilno i Opera 2). Nie wszystkie spółki sprostają oczekiwaniom. Dość nieźle wypada Polnord, ale słabo J.W. Construction (opóźnienia w oddaniach mieszkań i rozpoczynaniu nowych budów). Nasza wycena implikuje 30% potencjału wzrostu kursu Dom Development. Prognozy, jak i wycena, mogą być weryfikowane w górę (koszty budowy do końca 2010 roku nie wzrosły o 7%, jak zakładaliśmy w modelu). Podnosimy rekomendację dla Dom Development do kupuj.

Wyniki Dom Development w Q3 2010

Wyniki Dom Development są zbliżone do naszych oczekiwań i konsensusu prognoz. Przychody okazały się nieznacznie wyższe od prognoz, niższa była jednak marża brutto ze sprzedaży (prognoza: 29,3%, jest: 25,9%). Koszty ogólne w Q3 2010 wyniosły 16,8 mln PLN, czyli mniej, niż oczekiwaliśmy (17,7 mln PLN). Pozostałe przychody operacyjne netto wyniosły 0,3 mln PLN (prognozowaliśmy 0,35 mln PLN pozostałych kosztów operacyjnych netto). Ostatecznie, EBIT był jedynie o 0,4 mln PLN niższy od naszych oczekiwań. Pozostałe koszty finansowe netto wyniosły w Q3 2010 2,5 mln PLN (prognoza: 2,1 mln PLN). Efektywna stopa podatkowa wyniosła 21,8% (prognoza: 19%). Ostatecznie, wynik netto to 8,4 mln PLN, czyli o 1,0 mln PLN mniej, niż oczekiwaliśmy. Wyniki Q3 2010 nie mają naszym zdaniem większego znaczenia. Od Q3 2011 spółka rozpocznie przekazywanie lokali w nowych inwestycjach, co naszym zdaniem jest najbardziej istotne, z punktu widzenia oceny atrakcyjności inwestycyjnej dewelopera.

Sprzedaż mieszkań w Q3 2010

Dom Development sprzedał w Q3 2010 319 mieszkań netto (brutto: 334). Na wynikach Q3 2010 w dużej mierze pozytywnie zaważyły przekazania lokali w inwestycji Grzybowska. Trwałej poprawy wyników spółki należy spodziewać się w H2 2011. Obecnie Dom Development w sprzedaży ma ponad 1,6 tys. mieszkań, z czego 250 stanowią lokale gotowe do zamieszkania (140: inwestycja przy ul. Grzybowskiej). W 2010 roku przekazanie 700 mieszkań może się okazać ambitnym celem. W 2011 roku liczba przekazanych lokali wzrośnie do 1 tys.

Sprzedaż Kamienicy Raczyńskiego za 95 mln PLN

Dom Development podpisał umowę przedwstępną z Hochtief Development dotyczącą sprzedaży tzw. Kamienicy Raczyńskiego (budynek przy placu Małachowskiego oraz sąsiadujący z nim grunt). Łączna cena zbycia budynku to 95,0 mln PLN (9,7% kapitalizacji Dom Development). Wartość księgowa nieruchomości to 92,6 mln PLN. Warunkiem zawieszającym umowę może być wykonanie prawa pierwokupu przez Miasto Warszawa.



Dodatkowe zyski z budowy kolektora sanitarnego (20 mln PLN)

Wiceprezes Dom Development poinformował, że firma spodziewa się, że za przekazany MPWiK kolektor sanitarny na Białolęce, w ciągu 3 lat dostanie około 40 mln PLN. Połowa z tej kwoty pojawi się w zysku dewelopera. Wynik na budowie kolektora będzie rozpoznawany stopniowo wraz ze sprzedażą mieszkań w inwestycji Miasteczko Regaty, przez okres 3 lat. Pierwszy wynik uwzględniający rozliczenie kosztu budowy kolektora pojawi się już w Q4 2010. Spółka pozyskała też już nieprawomocne pozwolenie na budowę nowego etapu osiedla Saska.

Umowa warta 16,3 mln PLN

Erbud podpisał z Dom Development kontrakt na budowę etapu IB osiedla Wilno na warszawskim Targówku. Wartość umowy to 16,3 mln PLN (1,3% prognozowanych przychodów Erbudu na rok 2010). Prace rozpoczęły się w listopadzie 2010, a zakończą w maju 2012.



GTC (Trzymaj)

Cena bieżąca: 24,54 PLN

Cena docelowa: 23,9 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-05

(mIn EUR)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	114,5	156,4	36,5%	193,0	23,4%	188,2	-2,5%	Liczba akcji (mln)	219,4
EBITDA	284,3	-121,7		274,0		312,7	14,1%	MC (cena bieżąca)	5 383,4
marża EBITDA	248,2%	-77,8%		141,9%		166,2%		EV (cena bieżąca)	10 426,1
EBIT	283,9	-122,1		273,6		312,3	14,2%	Free float	43,4%
Zysk netto	165,2	-125,2		184,3		175,3	-4,9%		
P/E	8,2			7,3		7,7		Zmiana ceny: 1m	6,2%
P/CE	8,2			7,3		7,7		Zmiana ceny: 6m	2,3%
P/BV	1,2	1,4		1,2		1,0		Zmiana ceny: 12m	0,2%
EV/EBITDA	7,7			9,5		8,8		Max (52 tyg.)	26,3
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	20,3



Sytuacja w segmencie komercyjnym prezentuje się mniej atrakcyjnie, niż w segmencie mieszkaniowym. Popyt na nową powierzchnię biurową, podobnie jak inwestycje firm, czy inwestycje przemysłu, pozostaje ograniczony. Popyt na nowe lokalizacje handlowe jest wprost proporcjonalny do atrakcyjności lokalizacji. Uważamy, że obecna wycena akcji GTC dyskontuje umiarkowanie pozytywny scenariusz w zakresie działalności deweloperskiej. W celu wygenerowania wyższej wartości, konieczna byłaby działalność na szerszą skalę, na to jednak się nie zanosz. Trudną barierą do przeskoczenia dla wyników finansowych firmy są duże koszty sprzedaży i zarządu. Nasze prognozy dotyczące wzrostu wyceny obiektów komercyjnych GTC na koniec 2010 roku mogą okazać się zbyt optymistyczne, co może wpływać negatywnie na wycenę spółki. Na tle branży, która traktowana jest sceptycznie, zaś wiele spółek notowanych jest z dyskontem do fair value, GTC jest naszym zdaniem wycenione właściwie. Obniżamy rekomendację do trzymaj. W ramach sektora komercyjnego preferujemy małe spółki z dobrze przygotowanym programem inwestycyjnym (PA Nova, BBI Development). Atrakcyjne są też firmy z dużą płynnością i dyskontem do BV (NFI Octava, wybrane firmy notowane na giełdzie w Wiedniu z większością aktywów zlokalizowanych w CEE/SEE).

Wyniki GTC za Q3 2010

Wyniki GTC w Q3 2010 oceniamy neutralnie. W stosunku do naszej prognozy, negatywnie zaskakują niższe przychody i niższy wynik brutto na sprzedaży, pozytywnie zaś dodatni wynik na rewaluacji nieruchomości i niskie koszty ogólne. Skala zaskoczeń nie jest duża. Na poziomie EBIT wyniki są zbliżone do naszych prognoz, zaś na poziomie zysku netto lepsze – z uwagi na nie ujęte w prognozie straty mniejszości (3,2 mln EUR). Przychody z najmu powierzchni komercyjnej okazały się niższe, niż nasze prognozy, co przypisujemy niedoszacowaniu przez nas efektu wakacji czynszowych w przypadku wybranych nowych nieruchomości. Niższa niż oczekiwania okazała się również marża wygenerowana na usługach najmu (73,9%, prognoza: 78,0%). Na poziomie przychodów niższy niż zakładaliśmy okazał się też wynik z działalności mieszkaniowej, choć na poziomie zysku brutto wpływ jest marginalny (0,1 mln EUR). Koszty ogólne wyniosły 4,5 mln EUR (prognoza: 5,3 mln EUR, Q2: 5,3 mln EUR). Wynik na wycenie nieruchomości wyniósł +2,6 mln EUR (prognoza: 0,0 mln EUR). Ostatecznie, EBIT na poziomie 20,8 mln EUR jest jedynie o 0,3 mln EUR niższy, niż oczekiwaliśmy. Pozostałe koszty finansowe netto wyniosły 15,7 mln EUR (prognoza: 17,1 mln EUR). Wpływ na niższe koszty finansowe netto miały nie ujęte w prognozie dodatnie różnice kursowe (1,4 mln EUR). Efektywna stopa podatkowa wyniosła 5,5%. Wynik akcjonariuszy mniejszościowych wyniósł -3,2 mln EUR (prognoza: 0,0 mln EUR). Z uwagi na ujemny wynik akcjonariuszy mniejszościowych, zysk netto to 8,0 mln EUR (prognoza: 3,2 mln EUR).



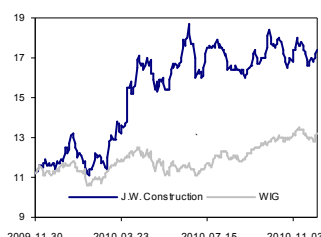
J.W. Construction (Trzymaj)

Cena bieżąca: 17,45 PLN Cena docelowa: 16,4 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-07-09

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	721,4	713,3	-1,1%	804,5	12,8%	443,9	-44,8%	Liczba akcji (mIn)	54,1
EBITDA	158,5	152,9	-3,5%	243,4	59,2%	207,6	-14,7%	MC (cena bieżąca)	943,6
marża EBITDA	22,0%	21,4%		30,3%		46,8%		EV (cena bieżąca)	1 386,5
EBIT	141,1	138,9	-1,6%	224,8	61,9%	188,9	-15,9%	Free float	26,1%
Zysk netto	100,9	100,4	-0,5%	164,2	63,5%	142,5	-13,2%		
P/E	9,4	9,4		5,7		6,6		Zmiana ceny: 1m	0,3%
P/CE	8,0	8,2		5,2		5,9		Zmiana ceny: 6m	3,9%
P/BV	2,9	2,3		1,6		1,3		Zmiana ceny: 12m	51,2%
EV/EBITDA	10,0	9,9		5,7		7,8		Max (52 tyg.)	18,7
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	11,1



Wyniki finansowe J.W. Construction w Q3 2010 były dobre, jednak nie aż tak dobre, jak oczekiwaliśmy. Zauważamy istotne opóźnienia, tak w przekazaniach, jak i sprzedaży lokali. Od kilku kwartałów deklarowany poziom oferty spółki utrzymuje się na poziomie 1,5 tys. lokali, co znaczy, że zjawisko wycofań klientów było w przeszłości większe, niż sądziliśmy. Rozpoczęcie nowych inwestycji opóźnia się, z uwagi na późniejszą sprzedaż mieszkań w zakończonych inwestycjach, jak i z powodu kwestii administracyjnych (pozyskiwanie WZ i PnB). Wpływ tych zdarzeń na prognozy przyszłych wyników J.W. Construction będzie negatywny. Jednocześnie, brak istotnego wzrostu kosztów budowy powinien oddziaływać na te wyniki pozytywnie. Zaskoczenie pozytywne w postaci pozyskania dużego zlecenia budowlanego dla klienta zewnętrznego nie wydaje nam się raczej zbyt prawdopodobne. Na tle sektora mieszkaniowego, który w listopadzie doświadczył znacznych spadków, akcje J.W. zachowywały się mocno. Podtrzymujemy rekomendację neutralną.

Wyniki Q3 2010 J.W. Construction

Wyniki J.W. Construction są gorsze od naszych oczekiwań i konsensusu prognoz. W stosunku do naszych prognoz, niższa okazała się marża brutto na sprzedaży (31,5%, prognoza: 35%). Wyższe były też koszty ogólne (14,6 mln PLN, prognoza: 12,2 mln PLN) oraz pozostałe koszty finansowe netto (9,9 mln PLN, prognoza: 1,5 mln PLN, chodzi o koszty odsetkowe). Niższa marża wynika z rozbieżności w szacunkach rentowności projektów i ich faktycznej zyskowności. Jeśli chodzi o koszty odsetkowe, to J.W. księguje je w rachunku zysków i strat tylko w przypadku, gdy kredyt dotyczy gotowych, nie sprzedanych mieszkań. W naszych prognozach zakładaliśmy, że gros kredytów dotyczy mieszkań w ostatnim stadium budowy. Na etapie budowy, J.W. księguje koszty odsetkowe w poczet zapasów (następnie koszty odsetkowe ujmowane są w kosztach własnych sprzedaży, w momencie przekazywania mieszkań).

Nowe projekty J.W. Construction

Z nowych inwestycji w budowie jest obecnie jedynie budynek biurowy Jerozolimskie Point (powierzchnia: 3 561 m²). W 2011 roku J.W. planuje rozpocząć budowę 2 300 nowych mieszkań. Nie ma jeszcze precyzyjnych ustaleń, kiedy mieszkania te będą wprowadzane do sprzedaży - przy czym prawdopodobnie będzie to zależne, od rodzaju i lokalizacji projektu. W 2011 roku może rozpocząć się budowa 2,3 tys. mieszkań w nowych projektach. J.W. rozważa sprzedaż sieci hoteli. Spółka podaje, że sieć Hotel 500 jest warta 100 mln PLN, zaś koszt inwestycji w Krynicy Górskiej wyniesie 160 mln PLN (inwestycja zakończy się w Q1 2011). Z nieoficjalnych doniesień prasowych wynika też, że spółka może podpisać umowę na generalne wykonawstwo inwestycji mieszkaniowej przy ul. Wroniej dla innego dewelopera.

Plany sprzedaży lokali w kolejnych latach

W 2011 roku J.W. planuje sprzedaż 1500 mieszkań, a w kolejnych latach 2000-2500 lokali. Założenia na rok 2011 są konserwatywne, spółka opiera się w nich przede wszystkim na gotowych lokalach. Oferta dewelopera składa się obecnie z 1,5 tys. mieszkań, przy czym może się to zmieniać, gdyż z jednej strony mieszkania się sprzedają, a z drugiej strony do oferty dołączają mieszkania, których nie odbierają klienci, którzy utracili zdolność kredytową. W 2010 roku cel to sprzedaż 1300 lokali. J.W. interesuje możliwość zakupu gruntów w Warszawie, na lewym brzegu Wisły. Aktualnie spółka myśli o zakupie gruntu, który pozwoliłby na realizację inwestycji deweloperskiej przez kilka lat. Wzrost sprzedaży w kolejnych latach ma zostać zrealizowany w ramach ekspansji poza rynek warszawski. Spółkę szczególnie interesują miasta południowej Polski. Obecnie w ofercie spółki jest około 1500 gotowych lokali. W II połowie 2011 roku J.W. zakończy budowę osiedla na 376 lokali w Ożarowie i rozpocznie przekazywanie lokali w projekcie.



Wygrana w przetargu na zakup gruntów w Gdyni

Przetarg na sprzedaż gruntów w Gdyni został rozstrzygnięty na korzyść J.W. Construction. Chodzi o dwie działki, położone w rejonie ulic Spokojnej i Leśnej. Jedna z działek ma powierzchnię 53 828 m², druga zaś – 3 660 m². Za nieruchomości została wylicytowana cena 37,7 mln PLN (655 PLN/m²). Nieruchomość jest objęta planem miejscowym. J.W. na terenie zamierza wybudować osiedle na 24 500 PUM i 9 000 m² powierzchni użytkowej usług (łącznie 1125 PLN/m² powierzchni użytkowej).



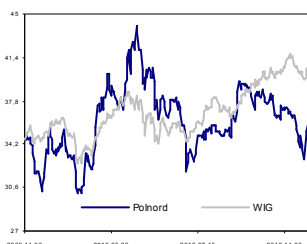
Polnord (Kupuj)

Cena bieżąca: 35,89 PLN Cena docelowa: 50,7 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-06-02

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	391,1	221,3	-43,4%	414,2	87,2%	311,0	-24,9%	Liczba akcji (mIn)	22,1
EBITDA	108,7	106,9	-1,6%	60,4	-43,5%	100,1	65,7%	MC (cena bieżąca)	793,6
marża EBITDA	27,8%	48,3%		14,6%		32,2%		EV (cena bieżąca)	1 222,9
EBIT	106,7	104,9	-1,7%	58,5	-44,2%	98,2	67,8%	Free float	40,7%
Zysk netto	77,8	63,6	-18,2%	34,3	-46,2%	67,9	98,3%		
P/E	8,4	12,5		23,2		11,7		Zmiana ceny: 1m	-3,8%
P/CE	8,1	12,1		22,0		11,4		Zmiana ceny: 6m	-5,5%
P/BV	0,7	0,7		0,7		0,6		Zmiana ceny: 12m	3,7%
EV/EBITDA	11,4	13,6		20,2		14,4		Max (52 tyg.)	44,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	30,1



Podtrzymujemy opinię, że Polnord jest notowany z dyskontem do fair value sięgającym 30%. Nasza wycena spółki implikuje ponad 40% potencjał wzrostu kursu. Przyczyną jest naszym zdaniem nieufność w stosunku do dominującego akcjonariusza, zbyt duży majątek spółki w relacji do potrzeb, wysokie koszty zarządu. Nie widzimy możliwości precyzyjnego oszacowania, czy i jak dużym dyskontem powinna charakteryzować się spółka ze względu na akcjonariusza. Uważamy jednak, że dyskonto to jest obecnie za duże. Działalność inwestycyjna Polnordu postępuje zgodnie z oczekiwaniami. Polnord intensyfikuje wykorzystanie banku ziemi na Wilanowie, działając w segmencie mieszkaniowym i komercyjnym. Oczekujemy, że w Q4 2010 spółka rozpozna już istotne przychody z przekazania mieszkań (ponad 100 mln PLN), a generowanie zysków na wycenach gruntów nie będzie już konieczne. Oczekujemy również spadku kosztów zarządu w Q4 2010. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wyniki Polnordu za Q3 2010

Lepszy niż oczekiwany dodatni wynik netto Polnord zawdzięcza wycenom nieruchomości komercyjnych (8,0 mln PLN) oraz wyższemu niż zakładany w prognozie dodatniemu wynikowi na sprzedaży udziałów w projekcie budowy centrum handlowego na Wilanowie (+42,7 mln PLN, prognoza: +20 mln PLN). Na poziomie operacyjnym (marża brutto ze sprzedaży, koszty ogólne) wynik Q3 2010 jest bardzo zbliżony do naszych oczekiwań. Ostatecznie, wyniki Q3 2010 oceniamy lekko pozytywnie (możliwy większy pozytywny wpływ gotówkowy transakcji z GTC). Oczekujemy na wzrost „czystych”, operacyjnych wyników spółki w kolejnych kwartałach. Wynik z działalności operacyjnej jest zbliżony do naszych oczekiwań – przychody okazały się wyższe od naszych prognoz, ale marża brutto na sprzedaży jest zgodna z założeniami (21%, prognoza: 21,2%). Koszty ogólne wyniosły w Q3 18,9 mln PLN (prognoza: 18,5 mln PLN). Ostatecznie, Polnord wygenerował 10,3 mln PLN straty na sprzedaży (prognoza: 10,7 mln PLN straty na sprzedaży). Wycena nieruchomości inwestycyjnych netto wyniosła 8,0 mln PLN (prognoza: 11,0 mln PLN). Pozostałe koszty operacyjne netto to 1,4 mln PLN (prognoza: 0,3 mln PLN). Ostatecznie EBIT w wysokości -3,7 mln PLN jest niższy od naszych oczekiwań (0,0 mln PLN), przy czym za odchylenie odpowiada niższa dodatnia wycena nieruchomości. Saldo działalności finansowej wyniosło +27,8 mln PLN (prognoza: +12,0 mln PLN). Za wyższe saldo działalności finansowej odpowiada głównie zysk ze zbycia jednostki zależnej (42,7 mln PLN). Zysk na sprzedaży aktywów prognozowaliśmy na poziomie 20 mln PLN. Saldo pozostałych kosztów operacyjnych netto, z wyłączeniem zysku na sprzedaży jednostki zależnej, to 14,9 mln PLN (prognoza: 8,0 mln PLN). Efektywna stopa podatkowa wyniosła 18,2%.

Kredyt na sfinansowanie budowy biurowca za 49,6 mln PLN

Polnord podpisał umowę kredytową z PKO BP na sfinansowanie budowy biurowca B3 na warszawskim Wilanowie o powierzchni 8710 m2. Kredyt inwestycyjny wart 47,4 mln PLN został udzielony na okres 15 lat, zaś kredyt obrotowy na kwotę 2,2 mln PLN – do końca 2012 roku. Uległy rozwiązaniu umowy z marca 2010, dotyczące kredytu na sfinansowanie 2-ego biurowca Wilanów Office Park o powierzchni 20 tys. m2. Inwestycja ta została wcześniej sprzedana Asseco Poland.

Plany inwestycyjne Polnordu

W 2011 roku Polnord planuje rozpocząć budowę biurowca w Opolu o powierzchni 7-8 tys. m2. W dalszej kolejności na działce mają powstać kolejne biurowce i magazyny. Do końca roku spółka nie planuje rozpoczynać kolejnych projektów mieszkaniowych. Wyjątkiem jest projekt w Lublinie, który może jeszcze uda się rozpocząć w grudniu. Rozpoczną się one na początku 2011 roku i będą to kolejne etapy inwestycji w Szczecinie, Łodzi, Opolu oraz Warszawie. Ze sprzedażą budynku Pol-Aquy Polnord czeka na spadek stóp kapitalizacji. W grudniu inwestycja ma zostać zrefinansowana nowym kredytem na 30 mln PLN. Polnord nie wyklucza kolejnej



emisji obligacji, na 40 mln PLN, w przypadku pojawienia się na rynku nowych ciekawych projektów.

Sprzedaż mieszkań w październiku 2010

Polnord w październiku 2010 sprzedał brutto 80 mieszkań, netto zaś 63 (17 rezygnacji). We wrześniu sprzedaż netto wyniosła 92 mieszkania.

Plany w segmencie mieszkaniowym, PPP w Szczecinie nie szybko

Marża w przypadku inwestycji mieszkaniowych Polnordu przekracza 20%. Do końca roku może ruszyć budowa projektu w Lublinie oraz kolejne etapy inwestycji w Szczecinie i na Wilanowie. Prezes Polnordu przyznaje, że chciałby, aby spółka sprzedawała po 100 mieszkań miesięcznie w 2011 roku. Polnord stara się o przedsięwzięcie w ramach PPP w Szczecinie. Na gruntach w centrum miasta miałyby powstać obiekty komercyjne i mieszkaniowe. Przedsięwzięcie jest jednak złożone i prawdopodobnie spółka spędzi cały przyszły rok na negocjacjach. Spółka rozważa kolejną emisję obligacji. Spółka nie zakłada w najbliższym czasie emisji akcji.

Handel

Odzież i obuwie

Wyniki za 3Q 2010 największych detalistów notowanych na GPW były zgodne z oczekiwaniami. Ze spółek o mniejszej kapitalizacji pozytywnie zaskoczyło wynikami Gino Rossi, spółka po trzech kwartałach wykonała oficjalną prognozę zysku netto na 2010 w 85%.

Najważniejszy dla detalistów kwartał w roku trwa. Sprzedaż za listopad LPP i NG2 pozytywnie nastroja na wyniki 4Q 2010 w całej branży. Obie spółki zaraportowały wzrost przychodów świadczący o wzroście sprzedaży w sklepach porównywalnych. Listopad to kolejny miesiąc z dodatnimi LFL co potwierdza, że ujemne dynamiki w branży już się skończyły. Poprawa wynika również z niskiej bazy roku poprzedniego i powinna się przełożyć na kolejne miesiące.

Hurt i detal FMCG

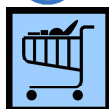
Wyniki za 3Q 2010 były dobre i zgodne z oczekiwaniami dla Emperii i Eurocashu. Zaskoczeniem negatywnym dla sektora było Bomi, które pokazało słabe wyniki związane z odpisami inwentaryzacyjnymi. Bomi podało po wynikach prognozy finansowe na lata 2010-2012. Strata netto w 2010 ma wynieść 102,9, w 2011 i 2012 roku spółka ma osiągnąć zysk netto na poziomie odpowiednio 19,2 mln PLN i 49,3 mln PLN. Po trzech kwartałach spółka ma 11,2 mln PLN straty netto. Zwiększenie straty w 2010 ma wynikać z rezerw zawiązanych na optymalizację działania sieci.

Gino Rossi i sprzedaż Simple

Zarząd Gino Rossi po uzyskaniu pozytywnej opinii Rady Nadzorczej, postanowił przystąpić do negocjacji warunków sprzedaży akcji Simple Creative Products SA. Zarząd podał w komunikacie, że jednocześnie nie wyklucza rozpoczęcia negocjacji w sprawie prywatnej transakcji sprzedaży z innymi inwestorami. Simple początkowo miało być wprowadzone na GPW do końca 2010 roku. Oferta na zakup spółki dotyczy 100% akcji Simple za cenę 90 mln PLN. W związku z prowadzeniem negocjacji został złożony wniosek do KNF o zawieszenie postępowania w sprawie zatwierdzenia prospektu emisyjnego spółki Simple.

Empik i przejęcie Magma

NFI EMF złożyło wstępną ofertę przejęcia akcji Magma notowanej na giełdzie w Zagrzebiu. Magma ma wyemitować nowe akcje. Za pakiet stanowiący 50,09% w kapitale NFI EMF miałyby zapłacić 9,3 mln EUR (6,8 mln nowych akcji po 10 HRK). Spółka Magma działa w segmencie odzieżowym, sportowym i akcesoriów dla dzieci. Empik poinformował też o emisji obligacji czteroletnich o łącznej wartości 249,5 mln PLN, z której środki zostaną przeznaczone na finansowanie zadań inwestycyjnych grupy. Środki w kwocie 168,3 mln PLN zostaną przeznaczone na umorzenie obligacji wyemitowanych do tej pory.



Emperia Holding (Zawieszona)

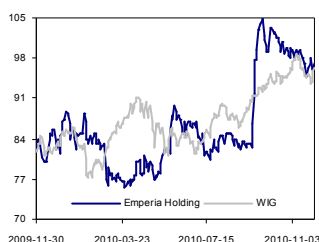
Cena bieżąca: 97 PLN

Cena docelowa: -

Analitik: Gabriela Borowska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-10-05

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	5 257,1	5 543,7	5,5%	6 051,6	9,2%	6 462,5	6,8%	Liczba akcji (mln)	15,1
EBITDA	148,9	174,2	17,0%	187,2	7,4%	213,2	13,9%	MC (cena bieżąca)	1 466,2
marża EBITDA	2,8%	3,1%		3,1%		3,3%		EV (cena bieżąca)	1 826,9
EBIT	96,0	110,7	15,3%	112,5	1,7%	124,4	10,6%	Free float	76,4%
Zysk netto	59,0	68,2	15,7%	77,1	13,0%	85,6	11,0%		
P/E	24,9	21,5		19,0		17,1		Zmiana ceny: 1m	-2,8%
P/CE	13,1	11,1		9,7		8,4		Zmiana ceny: 6m	10,9%
P/BV	2,0	1,8		1,7		1,6		Zmiana ceny: 12m	16,2%
EV/EBITDA	11,6	10,3		9,8		8,6		Max (52 tyg.)	104,9
Dyid (%)	0,9	0,6		0,7		0,8		Min (52 tyg.)	75,5



Akcje Emperii wzrosły 14% od początku roku i spółka jest obecnie wyceniana po PE 15,7x na 2011 (konsensus) czyli tak jak mediana sektora FMCG oraz EV/EBITDA 7,6x na 2011, z 8% dyskontem do sektora. Wycena z dyskontem jest uzasadniona, Emperia ma bardzo ambitne plany finansowe, a wzrost sprzedaży i rentowności w połączeniu z poprawą kapitału obrotowego, wypłatą dywidendy, zakupem akcji i zmniejszaniem zadłużenia przy i tak wysokich nakładach inwestycyjnych będzie trudny. Tymczasem spółka pokazała w 3Q 2010 dobre wyniki. Kwestia ewentualnego przejęcia przez Eurocash nie jest jeszcze rozstrzygnięta, a realizacja skupu akcji własnych wspiera kurs. Rynek czeka na rozstrzygnięcie kwestii przejęcia i powtórzenie dobrych wyników w 4Q 2010. W związku z aktualizacją prognoz i rekomendacji, rekomendacja dla Emperii pozostaje zawieszona.

Wyniki 3Q 2010

W 3Q 2010 Emperia zanotowała nieco wyższy poziom sprzedaży niż oczekiwaliśmy, szczególnie w segmencie hurtowym, gdzie pojawiło się już 75 mln PLN przychodów z tytułu obsługi stacji benzynowych. W obszarze dystrybucji udało się więc wypracować strumień EBITDA o 2 mln PLN przekraczający nasze prognozy, mimo zbliżonej do założeń rentowności. W segmencie detalicznym z kolei dynamika przychodów była nieco niższa, ale to poprawa marż pozwoliła na przekroczenie naszych szacunków o 2,3 mln PLN na poziomie zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację. Saldo na pozostałej działalności operacyjnej było w tym kwartale neutralne dla skonsolidowanego EBIT. Na działalności finansowej Spółka zanotowała ujemne saldo w wysokości -4,9 mln PLN wobec zakładanego -3,8 mln PLN. W wynikach Emperii warto zwrócić uwagę na bardzo wysoki poziom przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej (+175 mln PLN) wspierany głównie przez mocny spadek zapasów (109 mln PLN). Rotacja zapasów zmniejszyła się rok do roku o 7 dni.

Skup akcji

Od dnia rozpoczęcia programu skupu akcji własnych, spółka nabyła 104 133 akcje dające prawo do 104 133 (0,689%) głosów na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy i stanowi 0,689% kapitału zakładowego. Średnia cena zakupu akcji wyniosła około 100 PLN za akcję, spółka wydała już na skup około 10,4 mln PLN, czyli 25% kapitału rezerwowego przeznaczzonego na ten cel. Z kolei uchwała NWZA o dalszym skupie akcji w kwocie do 500 mln PLN została zaskarżona przez akcjonariusza Jana Domańskiego. Sąd postanowił o zabezpieczeniu roszczenia powoda o stwierdzenie nieważności uchwały i zakazania wykonywania uchwały do czasu prawomocnego zakończenia postępowania w sprawie.

Podział grupy

Emperia opublikowała plan podziału polegający na przeniesieniu na Tradis SA części majątku Emperii w postaci Segmentu Dystrybucyjnego. Akcje w podwyższonym kapitale Tradis zostaną przyznane akcjonariuszom Emperii przy zachowaniu zasady, że fakt posiadania jednej akcji Emperii powoduje, że akcjonariusz nabywa jedną akcję serii B Tradis. Emperia planuje wprowadzenie Tradis'u na GPW do końca 1Q 2011.



Eurocash (Zawieszona)

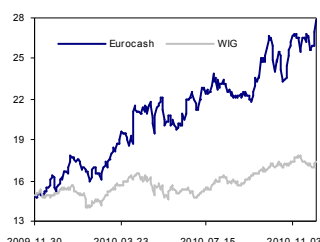
Cena bieżąca: 27,9 PLN

Cena docelowa: -

Analitik: Gabriela Borowska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-10-05

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	6 129,7	6 698,3	9,3%	7 395,4	10,4%	8 072,8	9,2%	Liczba akcji (mln)	134,8
EBITDA	158,5	194,5	22,8%	220,1	13,2%	259,2	17,8%	MC (cena bieżąca)	3 761,4
marża EBITDA	2,6%	2,9%		3,0%		3,2%		EV (cena bieżąca)	3 517,2
EBIT	115,5	145,2	25,7%	173,7	19,7%	209,8	20,7%	Free float	32,7%
Zysk netto	78,4	102,5	30,8%	125,5	22,5%	154,1	22,8%		
P/E	46,6	36,7		30,0		24,4		Zmiana ceny: 1m	4,5%
P/CE	30,1	24,8		21,9		18,5		Zmiana ceny: 6m	38,1%
P/BV	12,9	10,3		8,6		7,1		Zmiana ceny: 12m	85,6%
EV/EBITDA	22,6	18,5		16,0		13,2		Max (52 tyg.)	27,9
Dyid (%)	1,1	1,1		1,4		1,7		Min (52 tyg.)	15,0



Eurocash zanotował 77% wzrost kursu od początku roku. Po części jest to wynik przeprowadzonych akwizycji, w tym głównie CEDC, po części jest to wynik planowanego przejęcia Emperii. W samym ostatnim tygodniu spółka wzrosła o 9% co znaczy, że rynek spodziewa się pozytywnej zgody UOKiK na przejęcie konkurenta i zakończenia tej kwestii. Eurocash jest wyceniany po PE 21,5x na 2011 (konsensus) i EV/EBITDA 13,5x na 2011. Wycena z premią do spółek krajowych jest uzasadniona, ponieważ spółka generuje najwyższe przepływy gotówkowe, ma niższe nakłady inwestycyjne i wypłaca dywidendę. Jednak po ostatnich wzrostach spółka jest już wyceniana z premią do zagranicznych liderów (droższy po wskaźnikach jest już tylko turecki BIM) i nie widzimy uzasadnienia dla tej wyceny bez kolejnych akwizycji. W związku z aktualizacją prognoz i rekomendacji, rekomendacja dla Eurocashu pozostaje zawieszona.

Wyniki 3Q 2010

Eurocash w 3Q wypracował zysk operacyjny na poziomie 41,5 mln PLN przy przychodach rzędu 2,19 mld PLN. Odchylenie od naszych prognoz na poziomie sprzedaży to przede wszystkim kwestia konsolidacji od 2 sierpnia spółek hurtowych CEDC, które wypracowały w tym okresie 350 mln PLN przychodów i 2,8 mln PLN zysku netto. W segmencie cash&carry Spółka zanotowała 5,7% wzrost LFL wobec 5,4% YTD. Poprawie w relacji do pierwszego półrocza uległa także sprzedaż hurtowa do sieci Delikatesów Centrum, które wygenerowały dynamikę LFL na poziomie 1,9%, podczas gdy łącznie w pierwszych trzech kwartałach roku było to tylko 0,8%. Skonsolidowana marża brutto tradycyjnie zanotowała sezonowy spadek q/q z 10% do 9,6%, aczkolwiek tym razem ten efekt mógł być wzmocniony przez konsolidację CEDC. Obciążeniem kwartalnych wyników okazało się również ujemne saldo na pozostałej działalności operacyjnej w kwocie -5,4 mln PLN, które może wynikać z kosztów spółek hurtowych CEDC. Na działalności finansowej ujemne saldo również było wyższe niż w poprzednich kwartałach, co zapewne ma związek z ponoszonymi już kosztami odsetek od długu zaciągniętego na akwizycję (179 mln PLN długu netto na koniec okresu wobec 187 mln PLN gotówki na koniec 2Q), na którą wydano 385 mln PLN (po pomniejszeniu o przejęte środki pieniężne koszt wyniósł 338 mln PLN). Cash flow z działalności operacyjnej wyniósł tylko 19 mln PLN, co wynika głównie ze wzrostu należności q/q (62 mln PLN).

Zawieszenie oferty przejęcia Emperii

Eurocash podjął uchwałę o zawieszeniu oferty publicznej akcji serii K Spółki skierowanej do akcjonariuszy spółki Emperia Holding S.A. do czasu wydania przez Prezesa Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów zgody na dokonanie koncentracji w związku z zamiarem przejęcia Emperii. Spółka poinformowała, że ustali nowy harmonogram oferty.



LPP (Akumuluj)

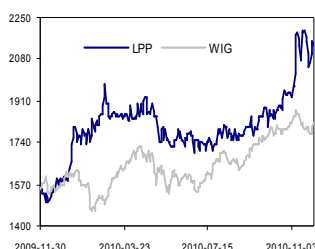
Cena bieżąca: 2140 PLN

Cena docelowa: 2300 PLN

Analitik: Gabriela Borowska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-03

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 623,0	2 003,1	23,4%	2 062,3	3,0%	2 393,8	16,1%	Liczba akcji (mln)	1,8
EBITDA	281,1	277,4	-1,3%	311,4	12,3%	398,1	27,8%	MC (cena bieżąca)	3 745,6
marża EBITDA	17,3%	13,8%		15,1%		16,6%		EV (cena bieżąca)	3 979,7
EBIT	214,8	181,3	-15,6%	215,8	19,1%	292,9	35,7%	Free float	39,5%
Zysk netto	167,5	104,7	-37,5%	154,5	47,5%	217,4	40,8%		
P/E	21,6	35,3		24,2		17,2		Zmiana ceny: 1m	10,4%
P/CE	15,5	18,4		15,0		11,6		Zmiana ceny: 6m	22,2%
P/BV	6,4	5,4		5,6		4,9		Zmiana ceny: 12m	39,8%
EV/EBITDA	14,5	14,1		12,8		9,8		Max (52 tyg.)	2 200,0
Dyid (%)	0,0	0,0		2,3		3,3		Min (52 tyg.)	1 500,0



Akcje LPP wzrosły o 33% od początku roku. Spółka jest wyceniana po PE 17,6x na 2011 (konsensus) i EV/EBITDA 10,6x na 2011. 4Q jest zwykle najlepszym pod względem sprzedaży i rentowności kwartałem dla spółek detalicznych. LPP generuje w 4Q średnio 70% rocznego zysku netto, spodziewamy się, że i tym razem będzie podobnie. Sprzedaż w październiku i listopadzie była dobra i tylko potwierdziła dobry 4Q 2010. O ile konsensusu dla zysku netto w 2010 raczej się już nie przesunie ani nie zostanie pobity, o tyle 2011 może jeszcze pozytywnie zaskoczyć. Naszym zdaniem LPP przy sprzyjającym rynku może pobić konsensus rynkowy w 2011. O ile 2010 jest już w cenie akcji, to 2011 może jeszcze pozytywnie zaskoczyć dzięki niskiej bazie. W całym 4Q 2010 występuje już efekt niskiej bazy i w grudniu spodziewamy się dodatniej dynamiki sprzedaży LFL. Po restrukturyzacji kosztowej przy sprzyjającym rynku spółka jest w stanie pobić konsensus i nasze prognozy na przyszły rok. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Wyniki sprzedaży za listopad

Wyniki za listopad były dobre. Spółka poinformowała, że skonsolidowane przychody ze sprzedaży osiągnięte w listopadzie 2010 roku wyniosły około 156 mln PLN i były wyższe od przychodów osiągniętych w listopadzie 2009 roku o 16%. Szacunkowa wartość marży brutto na sprzedaży wyniosła około 61% i była niższa od zrealizowanej w listopadzie roku poprzedniego o ok. 3 punkty procentowe. Wartość przychodów ze sprzedaży zrealizowanych w okresie styczeń - listopad 2010 roku wyniosła około 1 820 mln PLN. Przychody te były wyższe o 2% od osiągniętych w analogicznym okresie roku poprzedniego. Wzrost 16% rok do roku oznacza, że sprzedaż w sklepach porównywalnych (LFL) była na kilkuprocentowym plusie. Jest to trzeci kolejny miesiąc bez spadku dynamiki LFL w tym roku, co zapowiada dobry cały 4Q 2010. Niższa rentowność brutto była wcześniej zapowiadana przez Zarząd, spółka sprzedaje teraz towary zakupione przy wyższym kursie USD/PLN, a rentowność w całym 4Q 2009 była rekordowa. Szacujemy, że w okresie październik-listopad spółka wygenerowała około 63,0 mln zysku operacyjnego.

Wyniki za 3Q 2010

Wyniki 3Q 2010 były lepsze od konsensusu na poziomie wyniku operacyjnego i zysku netto. 3Q nie dodaje zwykle wiele do rocznego wyniku netto. Przychody ze sprzedaży zwiększyły się o 7,6% dzięki mniejszym ujemnym dynamikom sprzedaży na sklepach porównywalnych w 3Q 2010 w porównaniu do 3Q 2009. LFL wynosiły odpowiednio -3,4% w porównaniu do -16,2% w 3Q 2009 roku. Poprawa marży brutto na sprzedaży o 5,3 p.p. wynikała z lepszej relacji USD/PLN rok do roku. W 3Q 2009 spółka miała niskie marże przez kurs walutowy oraz brak sprzedaży kolekcji jesień-zima we wrześniu ze względu na ciepłe temperatury. W tym roku sprzedaż za wrzesień była lepsza i to też poprawiło rentowność brutto na sprzedaży. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu zwiększyły się o 14,9% przy wzroście powierzchni handlowej o 18,2%, co świadczy o dalszej dyscyplinie kosztowej. Na wynik netto tak samo jak w 3Q 2009 wpływ miały ujemne różnice kursowe. W 3Q 2009 wynik obciążała również wysoka efektywna stopa podatkowa, spółka wykazała w rachunku wyników podatek w kwocie 3,1 mln PLN (taki sam jak w 3Q 2010) przy 5,6x mniejszym wyniku brutto. Narastająco po 3Q 2010 spółka ma 49,8 mln PLN zysku netto. Sprzedaż miesięczna za październik była wyższa rok do roku o 14%. Wynik bardzo dobry biorąc pod uwagę, że sprzedaż miesięczna w 2009 roku była wysoka. Za listopad spodziewamy się LFL zbliżonych do zera, czyli dodatniej około 15% dynamiki rok do roku.



NG2 (Trzymaj)

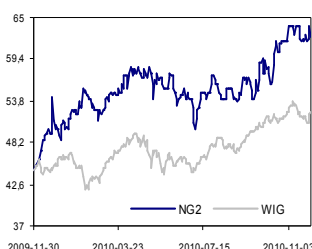
Cena bieżąca: 62,5 PLN

Cena docelowa: 62,7 PLN

Analityk: Gabriela Borowska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-03

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	754,3	922,4	22,3%	1 028,4	11,5%	1 199,0	16,6%	Liczba akcji (mln)	38,4
EBITDA	144,9	126,5	-12,7%	163,0	28,8%	213,2	30,8%	MC (cena bieżąca)	2 400,0
marża EBITDA	19,2%	13,7%		15,8%		17,8%		EV (cena bieżąca)	2 483,6
EBIT	131,9	108,2	-18,0%	141,4	30,7%	189,1	33,7%	Free float	31,1%
Zysk netto	102,5	83,5	-18,6%	126,5	51,6%	146,0	15,4%		
P/E	23,4	28,8		19,0		16,4		Zmiana ceny: 1m	1,0%
P/CE	20,8	23,6		16,2		14,1		Zmiana ceny: 6m	15,7%
P/BV	8,1	7,1		6,1		5,0		Zmiana ceny: 12m	38,0%
EV/EBITDA	17,2	19,4		15,2		11,6		Max (52 tyg.)	64,0
Dyid (%)	0,0	1,6		1,6		2,4		Min (52 tyg.)	45,3



Od początku roku akcje NG2 wzrosły o 25%. NG2 wyceniana jest obecnie po PE 16,3x na 2011 (konsensus), co daje poziom nieznacznie poniżej rynku oraz EV/EBITDA 11,7x na 2011, co daje poziom 15% powyżej mediany spółek detalicznych GPW. Naszym zdaniem NG2 powinna być w warunkach spowolnienia w handlu wyceniana z premią do innych graczy ze względu na: (i) defensywny model biznesowy i dodatnie LFL, (ii) silny bilans, fakt, że spółka może się zadłużać, wypłacać dywidendę i inwestować w rozwój oraz (iii) brak konkurencji na lokalnym rynku obuwniczym (w przeciwieństwie do rynku odzieżowego, który jest bardzo rozdrobniony). Z drugiej strony należy pamiętać o: (i) niskich przepływach operacyjnych generowanych przez NG2 oraz (ii) dopiero powstającej strategii ekspansji zagranicznej. Po bardzo dobrych danych o sprzedaży za październik-listopad nie spodziewamy się wzrostu konsensusu na ten i przyszły rok. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Wyniki sprzedaży za listopad

Skonsolidowane przychody ze sprzedaży za miesiąc listopad wyniosły 85,1 mln PLN i były wyższe od osiągniętych w analogicznym okresie roku ubiegłego o 35,5 %. Przychody za okres styczeń - listopad wyniosły 949,4 mln PLN i były wyższe od osiągniętych w analogicznym okresie 2009 roku o 11,2%. Przychody ze sprzedaży detalicznej za miesiąc listopad wyniosły 80,7 mln PLN i były wyższe od osiągniętych w analogicznym okresie roku ubiegłego o 31,6%, narastająco za okres styczeń - listopad wyniosły 848,8 mln PLN i były wyższe o 15,9% w stosunku do tego samego okresu 2009 roku. Wyniki sprzedaży są bardzo dobre i wspierane przez sprzyjające warunki pogodowe. Część wzrostu wynika z niskiej bazy słabych przychodów w listopadzie 2009. Część wzrostu sprzedaży wynika z podwyżek cen wprowadzonych w kolekcji jesień-zima od września 2010.

Wyniki 3Q 2010

W 3Q 2010 NG2 wygenerowało 16,7% wyższe przychody rok do roku, poprawiając przy tym rentowność brutto na sprzedaży o 2,7 pp. Wyższa rentowność brutto na sprzedaży wynikała z mniejszych wyprzedaży w okresie lipiec-sierpień oraz podwyższenia cen sprzedaży nowej kolekcji we wrześniu. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wzrosły o 21,7%, częściowo wynikało to z zaksięgowanych w 3Q 2010 kosztów programu motywacyjnego, częściowo z prowadzonej kampanii reklamowej i wizerunkowej. Saldo pozostałej działalności operacyjnej wyniosło w 3Q 2010 -0,5 mln PLN w porównaniu do -9,2 mln PLN w 3Q 2009, dzięki czemu marża zysku operacyjnego była rok do roku wyższa o 4,9 pp. W kapitale obrotowym największą uwagę zwracają wysokie należności, większe o 25,3% rok do roku. NG2 zapłaciło zaliczki na dostawy w 4Q 2010 i to osłabiło wygenerowane operacyjne przepływy pieniężne. Narastająco po 3Q 2010 spółka ma już 76,1 mln PLN zysku netto, w tym około 18,6 mln PLN w wyniku netto jest skutkiem utworzenia spółki zależnej i aktywa z tytułu podatku odroczonego. Spodziewamy się, że zgodnie z oczekiwaniami Zarządu i rynku, że rok 2010 zakończy się na poziomie około 120,0 mln PLN. Po wynikach 3Q 2010 spółka zapowiedziała, że zamierza rozwijać sieci franczyzowe w Rosji i na Ukrainie. Spółka planuje też wypłatę dywidendy za 2010 w kwocie około 1,5 PLN/akcję.



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 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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Maklerzy:

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

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

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

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

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

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

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

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

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

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

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

„Prywatny Makler”

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

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

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

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

rekomendacja	Akumuluj	Kupuj	Akumuluj	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2010-04-07	2010-05-06	2010-08-04	2010-09-03	2010-10-20
kurs z dnia rekomendacji	13,14	12,00	13,58	14,83	14,25
WIG w dniu rekomendacji	43562,01	41287,90	43412,75	42704,39	45289,74

Dom Development

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2010-03-05	2010-04-13	2010-05-06	2010-05-07	2010-07-05
kurs z dnia rekomendacji	51,00	55,65	60,95	55,40	44,80
WIG w dniu rekomendacji	39885,37	43554,22	41287,90	40970,12	39805,41

Elektrobudowa

rekomendacja	Trzymaj	Redukuj
data wydania	2010-03-12	2010-09-03
kurs z dnia rekomendacji	171,00	186,00
WIG w dniu rekomendacji	41004,33	42704,39

Enea

rekomendacja	Akumuluj	Akumuluj	Kupuj	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2010-03-05	2010-03-30	2010-06-02	2010-09-03	2010-09-13
kurs z dnia rekomendacji	18,90	18,91	18,17	20,10	20,50
WIG w dniu rekomendacji	39885,37	42346,66	40931,54	42704,39	43671,28

Famur

rekomendacja	Sprzedaj	Trzymaj	Redukuj	Trzymaj
data wydania	2010-03-08	2010-05-28	2010-09-13	2010-11-24
kurs z dnia rekomendacji	2,60	2,00	2,43	2,36
WIG w dniu rekomendacji	40354,28	40956,19	43671,28	45730,96

Mostostal Warszawa

rekomendacja	Akumuluj	Trzymaj	Akumuluj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2010-03-12	2010-04-07	2010-05-06	2010-08-02	2010-09-16
kurs z dnia rekomendacji	69,00	77,00	68,30	67,50	64,80
WIG w dniu rekomendacji	41004,33	43562,01	41287,90	42464,68	44249,33

PGNiG

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Kupuj	Kupuj	Akumuluj
data wydania	2010-03-05	2010-03-24	2010-06-14	2010-09-27	2010-11-15
kurs z dnia rekomendacji	3,55	3,70	3,45	3,52	3,91
WIG w dniu rekomendacji	39885,37	41882,58	40635,59	45133,77	47493,93

ZCH Police

rekomendacja	Trzymaj
data wydania	2010-06-02
kurs z dnia rekomendacji	5,39
WIG w dniu rekomendacji	40931,54

Unibep

rekomendacja	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Akumuluj
data wydania	2010-04-07	2010-05-06	2010-05-14	2010-09-14
kurs z dnia rekomendacji	9,00	7,67	7,90	8,38
WIG w dniu rekomendacji	43562,01	41287,90	41914,79	44223,72

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

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

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgowa

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

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

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

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

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

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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

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

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

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA.

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

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

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

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

DI BRE jest oferującym akcje PA Nova w ofercie publicznej.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: 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 13 Przeglądu Miesięcznego. Zestawienie zmian rekomendacji, dokonanych w Przeglądzie Miesięcznym, znajduje się na stronie 14 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.