

18 stycznia 2011

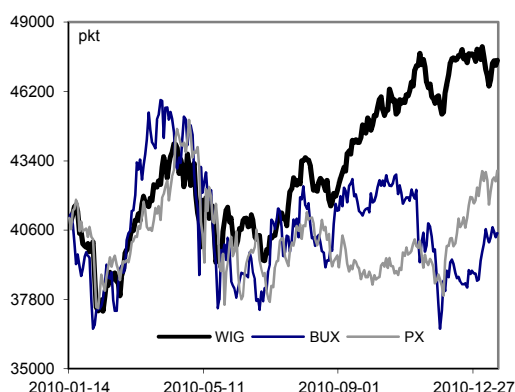
Opracowanie cykliczne



Rynek akcji

WIG	47 457
Mediana P/E 2011	11,5
Mediana P/E 2012	11,0
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	914 mln PLN

WIG na tle indeksów w regionie



Kluczowe rekomendacje:

Przeważają: IT (Asseco Poland, Sygnity), banki (Getin, PKO BP), chemia (Ciech, Puławy), deweloperzy (Dom Development, PA Nova), handel (Eurocash, LPP)

Niedowóżają: surowce (KGHM), budownictwo (Budimex, PBG)

Zespół Analiz:

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

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

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

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

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

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

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

Rynek akcji w 2011 r.

Strategia inwestycyjna

Najważniejsze gospodarki znajdują się w różnych fazach cyklu gospodarczego. Wśród rynków dojrzałych prym będą wiodły USA z 4% wzrostem PKB oraz Niemcy (3%), kraje peryferyjne Europy nadal będą balansować na krawędzi recesji. Rynki wschodzące wciąż będą rozwijały się szybciej niż rozwinięte, chociaż największe gospodarki EM (Chiny, Brazylia) spowolnią tempo wzrostu. Bardziej realistyczne prognozy niż rok temu. Realizacja takiego scenariusza makro powinna pozwolić rynkowi akcji na utrzymanie trendu wzrostowego.

Upraszczając wycenę rynku do wskaźnika 10Y/(E/P) wyliczyliśmy teoretyczną wartość indeksów na koniec 2012. Poziomem wyjściowym są P/E szacowane na koniec 2010 roku, gdzie dla S&P500 jest to poziom 15,8; dla DAX 14,4 a dla WIG 15,8. Przyjmując następujące założenia: dynamika wzrostu zysków na poziomie 15% oraz wzrost rentowności obligacji 10-letnich (koniec 2012) na poziomie 5,5% w USA; 4,0% w Niemczech i 7,3% w Polsce oraz docelowy poziom wskaźnika 10Y/(E/P) dla wybranych rynków na poziomie z połowy 2006 roku (dojrzała faza cyklu), otrzymujemy szacowany wzrost wartości indeksów w stosunku do końca 2010 na poziomie: 37% dla DAXa (9 472 pkt.), 29% dla WIG (61 261, przy tych samych założeniach 3 420 pkt. dla WIG20) i 23% dla S&P500 (1 547 pkt.). Tak oszacowana dwuletnia stopa zwrotu wyznacza potencjał tegorocznego wzrostu indeksu WIG na poziomie 15%.

Przy pozytywnym scenariuszu dla rynku akcji na 2011 roku, zalecamy przeważanie spółek z sektora: IT, banki, deweloperzy mieszkaniowi, chemia oraz handel a także niedoważenie: surowców i budownictwa. W naszej strategii pozytywne rekomendacje sektorowe, z wyjątkiem banków dotyczą branż reprezentowanych przez małe i średnie spółki, dlatego uważamy, że indeksy MWIG40 i SWIG80 będą zachowywały się lepiej niż indeks największych spółek - WIG20.

Duży napływ nowych spółek na GPW (zapowiedziane prywatne oferty IPO/SPO oraz podaż akcji ze strony Skarbu Państwa to ponad 25 mld PLN) przy jednoczesnym ograniczeniu dostępnych środków ze strony OFE powinien skutkować presją na wyceny w trakcie ofert publicznych. Oznacza to, że spółki które zdecydują się na ofertę będą musiały zaoferować ponadprzeciętne dyskonto do wyceny czy spółek już notowanych. Selekcja tego typu ofert powinna dać w br. wyższą stopę zwrotu niż zakładany wzrost indeksów.

W 2011 udział inwestorów zagranicznych utrzyma się na wysokim poziomie (rosnący free float dużych spółek) W związku ze zmianami w OFE (obniżenie składki), udział krajowego komponentu instytucjonalnego obniży się, chociaż na drugie półrocze szansą dla tej grupy inwestorów jest wzrost (z bardzo niskiej bazy) napływu środków do TFI (atrakcyjne stopy zwrotów w części akcyjnej przy spadającym ryzyku globalnej recesji). Potencjał krajowych inwestorów indywidualnych (w tym wpłaty do TFI) jest co najmniej porównywalny z tym jaki objawił się w 2006-7 roku. Zmiana alokacji oszczędności gospodarstw domowych o 1 punkt procentowy z depozytów do akcji to 9 mld PLN. W 2007 roku depozyty stanowiły 46,3% oszczędności, obecnie 36%. Porównywalna do 2007 roku skala wpłat do TFI nie pojawi się jednak jeszcze w br. Będzie to raczej rok początku trendu.

Spis treści

1. Rynek akcji	4
2. Aktualne rekomendacje DI BRE	34
3. Statystyki rekomendacji	35
4. Sektor finansowy	36
4.1. BZ WBK	37
4.2. Getin	38
4.3. Handlowy	39
4.4. ING BSK	40
4.5. Kredyt Bank	41
4.6. Millennium	42
4.7. Pekao	43
4.8. PKO BP	44
4.9. PZU	45
5. Chemia	46
5.1. Ciech	47
5.2. Police	48
5.3. ZA Puławy	49
6. Paliwa	50
6.1. Lotos	51
6.2. PGNiG	52
6.3. PKN Orlen	53
7. Energetyka	54
7.1. CEZ	55
7.2. Enea	56
7.3. PGE	57
7.4. Tauron	58
8. Telekomunikacja	59
8.1. Netia	60
8.2. TP SA	61
9. Media	62
9.1. Agora	63
9.2. Cinema City	64
9.3. Cyfrowy Polsat	65
9.4. TVN	66
10. IT	67
10.1. AB	68
10.2. Action	69
10.3. ASBIS	70
10.4. Asseco Poland	71
10.5. ComArch	72
10.6. Komputronik	73
10.7. Sygnity	74
11. Górnictwo i metale	75
11.1. KGHM	76
11.2. LW Bogdanka	77
12. Przemysł	78
12.1. Astarta	81
12.2. Centrum Klima	82
12.3. Cersanit	83
12.4. Famur	84
12.5. Impexmetal	85
12.6. Kernel	86
12.7. Kęty	87
12.8. Kopex	88
12.9. Mondi	89
13. Budownictwo	90
13.1. Budimex	91
13.2. Elektrobudowa	92
13.3. Erbud	93
13.4. Mostostal Warszawa	94
13.5. PBG	95
13.6. Polimex Mostostal	96
13.7. Rafako	97
13.8. Trakcja Polska	98
13.9. Ulma Construcccion Polska	99
13.10. Unibep	100
13.11. ZUE	101



14. Deweloperzy	102
14.1. BBI Development	103
14.2. Dom Development	104
14.3. GTC	105
14.4. J.W. Construction.....	106
14.5. P.A. Nova.....	107
14.6. Polnord	108
14.7. Robyg	109
15. Handel	110
15.1. Eurocash	111
15.2. LPP	112
15.3. NG2	113
15.4. Vistula	114

Rynek akcji

Wykupienie rynku i obawy o bieżące dane makro – szczególnie z Europy powodem realizacji zysków w 1Q. W tle możliwa zmiana retoryki FED i przygotowywanie rynku do przyszłych podwyżek stóp procentowych. Pomimo zakładanego pozytywnego scenariusza makro i nadal pozytywnego momentum na wynikach spółek w krótkim okresie zakładamy, że rynki akcji wejdą w korektę spadkową, co wynika z wykupienia rynku, zbliżającego się czasu aukcji obligacji w krajach PIIGS, co może budzić dodatkowe emocje. O tym, że rynek jest wykupiony może wskazywać relacja byków do niedźwiedzi na giełdzie amerykańskiej. W grudniu 2010 liczba pozytywnie nastawionych do rynku wyniosła 52%, negatywnie 20%. To najwyższe wskazania od listopada 2005. Na zbliżającą się korektę wskazywałby również wskaźnik zmienności VIX dla opcji na S&P500. W ostatnich trzech latach jego zejście poniżej 20 punktów zwiastowało silniejszą przecenę na rynku akcji. Dobrymi indykatorami były również indeksy: giełdy w Chinach (SHI) oraz Baltic Dry.

Jak rynki kapitałowe zareagują na 3,5-4% wzrost PKB w USA? Biorąc pod uwagę, że wzrostowi powinna towarzyszyć poprawa na rynku pracy i związana z tym rosnąca presja inflacyjna (szczególnie przy tak powiększonej bazie monetarnej), naturalną reakcją powinien być spadek cen obligacji (wzrost yieldów). Przy tak już silnej ekspansji PKB i poprawie wyników spółek utrzymywanie aktywów w *save-haven* wydaje się mało atrakcyjne.

QE2 będzie wpływać na rynek do połowy 2011 roku. FED z kilkutygodniowym wyprzedzeniem powinien zacząć przygotowywać rynek co do dalszych działań na poziomie polityki monetarnej. Jeżeli zrealizuje się scenariusz dalszego ożywienia w gospodarce amerykańskiej – szczególnie poprzez poprawę danych z rynku pracy istnieje ryzyko, że FED zacznie coraz wyraźniej prezentować retorykę o zacieśnianiu polityki monetarnej na przełomie roku (50pp.). Od początku lat '70 serie podwyżek stóp procentowych przez FED wywoływały niewielkie korekty, po których rynek niesiony poprawiającymi się danymi makro rósł.

Otoczenie makro poprawia się i staje się mniej nieprzewidywalne. Gospodarka amerykańska nadal znajduje się w fazie, którą można by nazwać eksperymentem nowej ekonomii. Tym niemniej widzimy kilka pozytywnych trendów. Amerykańskie gospodarstwa domowe nadal delewarują się co stwarza dobre perspektywy dla wzrostu w długim terminie. Kluczem do trwałego ożywienia pozostaje rynek pracy. W br. bezrobocie powinno zacząć wyraźniej spadać, pobudzając tym samym konsumpcję (70% PKB). FED zacznie zacieśniać politykę monetarną na początku 2012, co jeśli wcześniej?

Deklaracje Chin, Japonii, FED i ECB powodują, że bieżąca płynność krajów PIIGS przestaje być ryzykiem (przynajmniej na razie, co może umocnić w krótki okresie EUR), problemy strukturalne pozostają nierozwiązane a wręcz narastają, po tym jak rosły koszty obsługi i tak ogromnego zadłużenia (w średnim i długim okresie EUR słabnie w relacji do USD). EUR jest za drogie dla PIIGS, które bez dewaluacji nie są w stanie przywrócić konkurencyjności gospodarki, jak to miało miejsce w poprzednich kryzysach zadłużeniowych. Paradoksalnie kłopoty PIIGS są korzystne dla Niemiec, które dzięki słabości EUR i eksportowi odbudowują wewnętrzną koniunkturę w oparciu o konsumenta, który od lat „zaciskał pasa”.

Dobra koniunktura u najważniejszego partnera handlowego Polski, przy odbudowującym się popycie wewnętrznym (m.in. początek cyklu wzrostu inwestycji i dalszy spadek bezrobocia) pozwoli na 4% wzrost PKB, co będzie sprzyjało również dalszej poprawie wyników spółek. Pozytywne sygnały z gospodarki, ale również wzrost inflacji do górnego poziomu celu, w najbliższych miesiącach skłonią RPP do rozpoczęcia cyklu podwyżek stóp procentowych.

Inflacja powyżej 5% (CPI) jest głównym problemem Chin, które w efekcie ogromnego pakietu stymulacyjnego z 2008 (10% PKB) roku i szybszym niż oczekiwano odbudowaniu się handlu międzynarodowego „przegrzały” gospodarkę. Dane o podaży pieniądza wskazują jednak, że w kolejnych miesiącach inflacja nie powinna już rosnąć w takim tempie. Władze osiągnęły pewne sukcesy (produkcja przemysłowa, ceny nieruchomości) schładzając gospodarkę, której tempo wzrostu w br. nie powinno jednak spadać poniżej 8%.

Otoczenie makroekonomiczne

- **Najważniejsze gospodarki znajdują się obecnie w różnych fazach cyklu gospodarczego.**
- **Rynki wschodzące nadal będą rozwijały się szybciej niż rozwinięte, chociaż największe gospodarki EM spowolnią wzrost.**
- **Wśród rynków dojrzałych prym będą wiodły USA z 4% wzrostem PKB oraz Niemcy (3%), kraje peryferyjne Europy nadal na krawędzi recesji.**

Gospodarka światowa wyszła z recesji, wzrost rozkłada się jednak bardzo nierównomiernie: Chiny i wybrane kraje z rynków wschodzących weszły już w fazę kontrolowanego chłodzenia koniunktury, USA i Niemcy rosną w tempie zbliżonym do potencjału, kraje peryferyjne Europy określane jako PIIGS wciąż znajdują się na skraju recesji. W skali globalnej, ryzyko drugiego dna oddaliło się, gospodarka światowa wchodzi w dojrzałą fazę cyklu wzrostowego.

Przy analizie sytuacji makroekonomicznej należy nadal pamiętać, że większość gospodarek nadal „jedzie na wspomaganie” (programy budowy infrastruktury, rekordowo niskie stopy procentowe, ulgi podatkowe, skup „złych” papierów dłużnych przez banki centralne), które stopniowo będzie wyłączone, wraz z poprawą danych makro a szczególnie danych z rynku pracy. Uwzględniając deklaracje „wielkich tego świata” i już istniejący pakiet stabilizacyjny, kraje PIIGS nie powinny mieć problemu z płynnością swoich bilansów, problem ich nieefektywności pozostaje jednak nadal aktualny, szczególnie w kontekście drogiego finansowania jakie obecnie pozyskują.

Zgodnie z prognozami makroekonomistów rok 2011 przyniesie przyspieszenie wzrostu PKB w USA, niższą chociaż nadal wysoką dynamikę wzrostu gospodarki niemieckiej, stagnację gospodarek PIIGS oraz nieco słabszy wzrost największych gospodarek rynków wschodzących (Chiny, Brazylia). W Polsce wzrost gospodarczy powinien wynieść 4%. Taki scenariusz powinien sprzyjać spółkom w poprawie wyników, a rynkom akcji w dalszych wzrostach cen.

Prognozowane tempo wzrostu gospodarczego w wybranych krajach rozwiniętych i wschodzących

	Realny PKB (%)			Stopa inflacji (%)		
	2010P	2011P	2012P	2010P	2011P	2012P
Rynki rozwinięte						
USA	2,9%	4,0%	3,5%	1,6%	1,6%	1,4%
Japonia	4,2%	1,3%	2,0%	-0,7%	0,0%	0,8%
Strefa Euro:	1,7%	1,7%	1,8%	1,6%	2,1%	2,0%
Niemcy	3,6%	3,0%	2,5%	1,1%	1,8%	1,8%
Francja	1,5%	1,6%	1,7%	1,5%	1,8%	1,9%
Włochy	1,1%	1,3%	1,0%	1,5%	1,7%	1,9%
Hiszpania	-0,3%	0,5%	1,0%	1,8%	2,5%	1,0%
Wielka Brytania	1,7%	2,0%	2,1%	3,2%	3,5%	1,8%
Rynki wschodzące						
Brazylia	7,5%	4,5%	4,5%	5,7%	5,0%	4,5%
Rosja	4,0%	4,2%	4,1%	6,9%	8,3%	7,6%
Chiny	10,1%	9,0%		3,0%	3,5%	
Korea Pd	6,1%	4,2%	5,0%	3,5%	3,3%	3,0%
Turcja	7,3%	4,5%	4,5%	8,6%	6,7%	6,1%
Węgry	0,9%	2,6%	3,0%	4,9%	3,4%	3,0%
Polska	3,6%	4,0%	4,3%	2,8%	3,0%	

Źródło: Commerzbank, Bloomberg

Polska: 2010-w ślad za Niemcami; 2011-odbudowa popytu wewnętrznego

- **4% wzrost PKB będzie sprzyjał poprawie wyników spółek.**
- **Wzrost inwestycji powinien stymulować rynek pracy, a w efekcie konsumpcję gospodarstw domowych.**
- **RPP w najbliższych miesiącach rozpocznie cykl podwyżek stóp procentowych.**

W pierwszej fazie ożywienia polskiej gospodarki głównym impulsem dla wzrostu był przemysł, który skorzystał na szybko odbudowującej się, proeksportowej gospodarce niemieckiej. Wskazuje na to struktura produkcji sprzedanej przemysłu, w której największe wzrosty odnotowywały branże typowo „zaopatrzeniowe” dla niemieckiego eksportu. Obecnie coraz wyraźniej widać silniejszy wzrost popytu wewnętrznego (konsumpcja gospodarstw domowych stymulowana wzrostem wynagrodzeń i zatrudnienia oraz wydatków publicznych – rosnący deficyt) przy nadal utrzymującym się silnym popycie ze strony rynku niemieckiego, który również istotnie wzmacnia swój komponent wewnętrzny. Konsensus prognoz wzrostu PKB dla Polski w 2011 roku to 4% przy 3% inflacji CPI. BRE Bank prognozuje odpowiednio 4,2% i 3,5%.

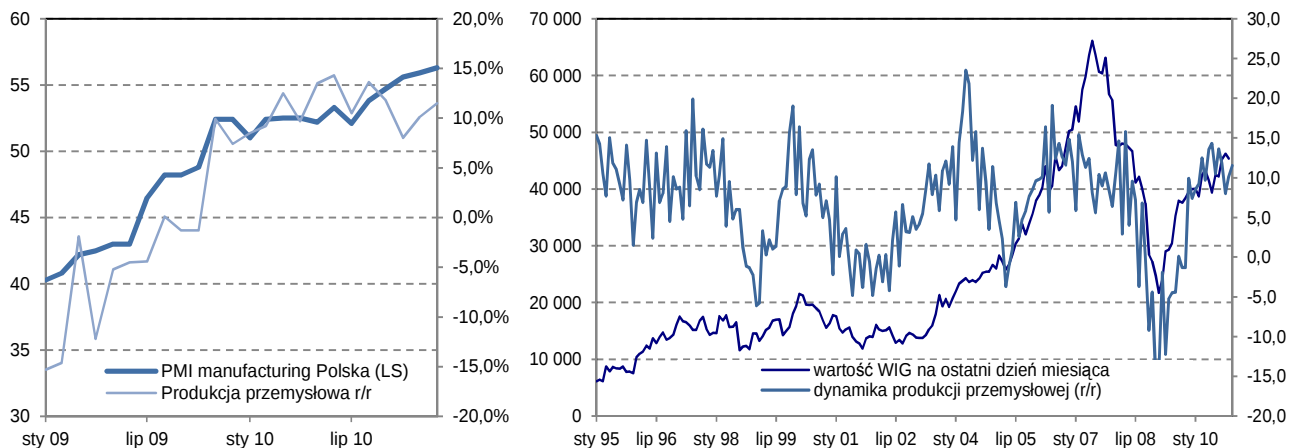
Prognozy makroekonomiczne dla Polski na 2011

	PKB	CPI		PKB	CPI
	2011P	2011P		2011P	2011P
IBnGR	3,40%	2,60%	JPMorgan Chase	4,00%	2,80%
CASE	4,00%	2,50%	Raiffeisen Bank	3,90%	3,70%
KE	3,90%	2,90%	City Handlowy	4,00%	3,50%
BRE BANK	4,20%	3,50%	Societe Generale	4,00%	3,00%
Bank BPH	4,00%	3,20%	BGŻ	4,40%	3,10%
Bank Pekao	4,40%	3,50%	ING Bank Śląski	4,40%	2,90%
Bank Zachodni	4,10%	3,30%	Dun & Bradstreet	4,50%	2,30%
BNP Paribas	3,10%	3,00%	IMF	3,24%	2,50%
Credit Agricole	3,50%	NBP		4,30%	3,00%
KUKE	4,50%	OECD		4,00%	2,50%
Nomura Securities	4,50%	Invest bank		3,90%	3,30%
DekaBank Deutsche Girozentrale	2,90%	1,50%	Mediana	4,00%	3,00%

Źródło: PAP, Bloomberg

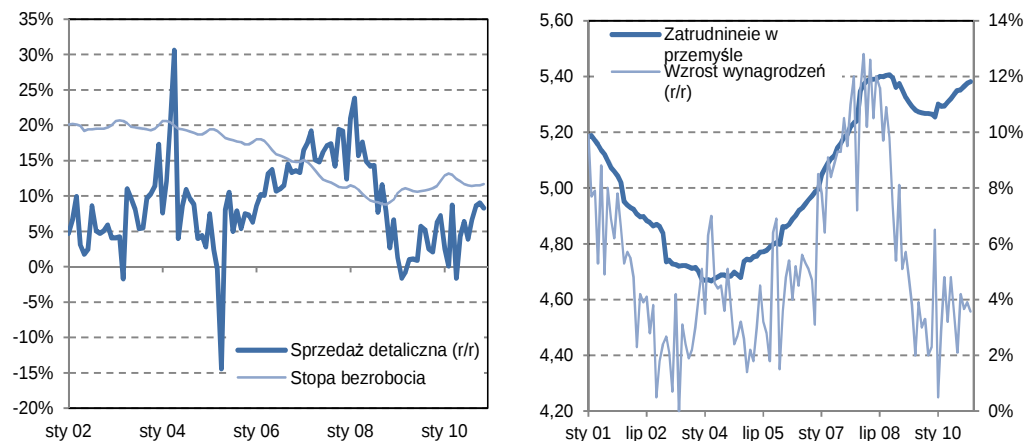
W 2010 istotnym komponentem wzrostu PKB był wzrost zapasów, w roku 2011 czynnik ten przestanie wpływać na PKB (kontrybucja na poziomie 0%). Nadal silne momentum w przemyśle potwierdza wskaźnik PMI, który w grudniu wzrósł do 56,3 pkt. (55,9 pkt w listopadzie). Jest to najwyższy poziom wskaźnika od maja 2004 roku. Głównym motorem wzrostu wskaźnika nadal jest składnik odpowiedzialny za zamówienia eksportowe, wolniej rosną podindeksy bieżącej produkcji i nowych zamówień. W miejsce rosnących zapasów pojawiają się inwestycje, które po słabym 2010 roku powinny już rosnąć w tempie dwucyfrowym (+10% r/r). Będzie to efekt: bardziej optymistycznych prognoz na przyszłość, rosnącego wykorzystania mocy produkcyjnych, obserwowany boom inwestycyjny w Niemczech (rozbudowa mocy podwykonawczych w innych krajach jako kolejny etap) oraz rosnącej dostępności finansowania (poza tym w pierwszej fazie boomu inwestycyjnego spółki rozdysponują nadwyżki własnych środków finansowych). W 2011 roku, pomimo cięć w wydatkach związanych z drogami (przyszłe kontrakty), nakłady na infrastrukturę będą rekordowo wysokie. Gro tych inwestycji realizują samorządy lokalne, zwiększając tym samym deficyt sektora publicznego.

Jak na razie problemu nie stanowi inflacja, chociaż odczyty grudniowe wskazują na jej wzrost w stosunku do poprzedniego miesiąca. Roczny wskaźnik CPI w grudniu wyniósł 3,1% w stosunku do 2,7% w poprzednim miesiącu. Inflacja zdaje się być pod kontrolą również na poziomie inflacji bazowej (+1,4%). Wskaźnik cen produkcji przemysłowej zwiększył się do 5,7% z 4,6%. W kolejnych miesiącach inflacja powinna utrzymywać się na podwyższonych poziomach w związku z obserwowanym na światowych giełdach wzrostem cen żywności i cenami paliw a także wzrostem cen kontrolowanych i podwyżki VAT. W połowie 2011 roku inflacja CPI powinna wzrosnąć do 3,5% (górny cel inflacyjny NBP). Jest raczej mało prawdopodobne, żeby RPP zdecydowała się rozpocząć cykl podwyżek stóp procentowych już w styczniu (raczej luty-marzec), co uzasadniałyby sygnały płynące z realnej gospodarki.

Produkcja przemysłowa (r/r) na tle PMI i WIG

Źródło: GUS, GPW

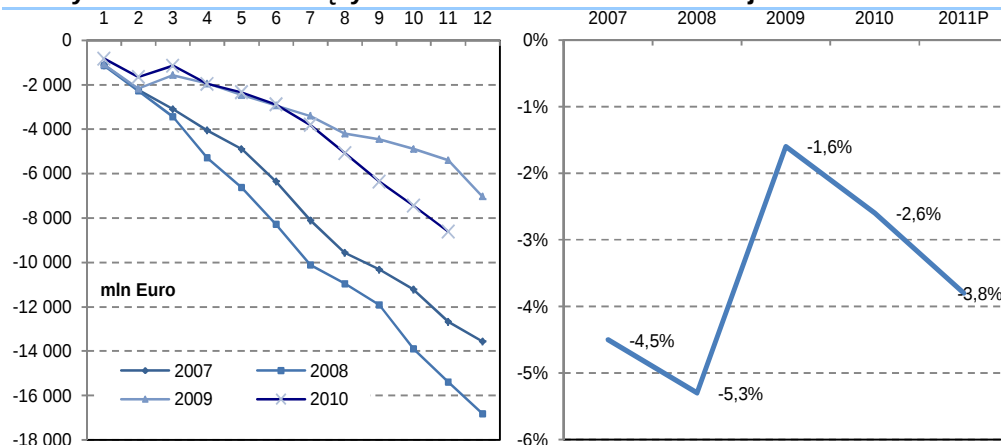
Silną stroną gospodarki są również dane z rynku pracy, które pozytywnie oddziałują na poziom konsumpcji gospodarstw domowych. Wprowadzie ścieżka wzrostu zatrudnienia nieznacznie się wypłaszacza (średni wzrost 13-14 tys. miesięcznie) to jednak daleko od stwierdzenia, że sytuacja w tym obszarze nie będzie się poprawiać. Kolejnym impulsem do szybszego wzrostu kreowania miejsc pracy powinny być inwestycje, które od połowy roku będą już zwiększały liczbę zatrudnionych w przetwórstwie przemysłowym. W przemyśle płace rosną w tempie zbliżonym do 6% r/r. Ministerstwo Gospodarki szacuje, że prognoza spadku bezrobocia do 9,9% na koniec roku jest niezagrażona (obecnie 12,0%).

Sprzedaż detaliczna na tle danych z rynku pracy

Źródło: GUS

Po listopadzie deficyt na rachunku bieżącym wynosi 8,6 mld EUR. 12-miesięczny deficyt na rachunku obrotów bieżących pozostaje w 74% pokryty przez napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych, istotnie różnie jednak poziom inwestycji portfelowych, które po październiku przekraczały poziom z roku 2009 o 10 mld. W 2010 roku napływ bezpośrednich inwestycji wyniesie 9-10 mld EUR w stosunku do 8,4 mld EUR w 2009. W roku 2011 Ministerstwo Gospodarki szacuje, że będzie to kwota 10 mld EUR. Z kolei NBP zakłada, że w 2011 roku napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych wzrośnie do ok. 12,7 mld EUR z 9,8 mld EUR w 2010, zaś saldo napływu kapitału portfelowego w br. wyniesie ok. 14,6 mld EUR wobec 20,4 mld EUR w roku poprzednim. W oczach inwestorów zagranicznych Polska nadal rywalizuje z Turcją o pierwsze miejsce w regionie. Na bazie danych miesięcznych deficyt na rachunku obrotów bieżących w 2010 roku powinien ustabilizować się na poziomie zbliżonym do 2,8% PKB. W 2011 roku makroekonomiści BRE Banku oczekują rozszerzenia deficytu do poziomów zbliżonych do 4%, co jest efektem wzrostu popytu wewnętrznego, charakterystycznego dla tej fazy cyklu.

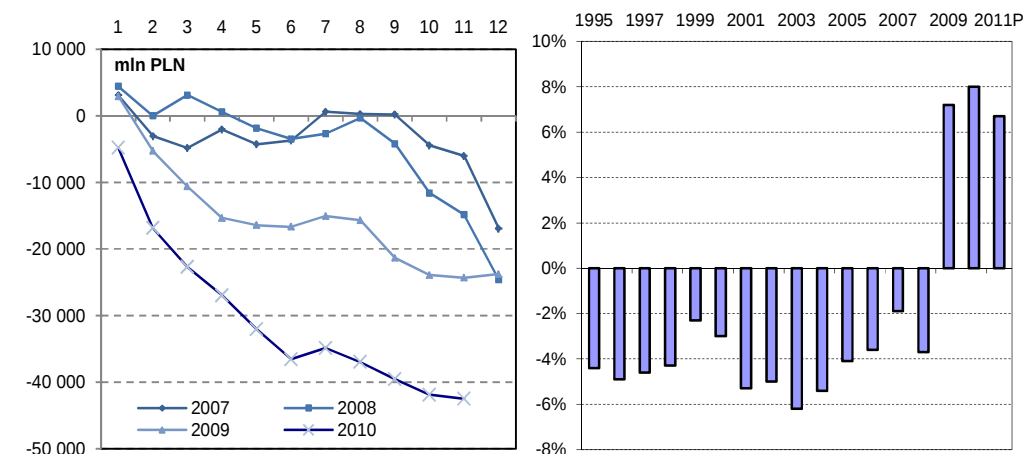
Deficyt na rachunku bieżącym w latach 2007-2010 i w relacji do PKB



Źródło: Ministerstwo Finansów

Najsłabszą stroną 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 w latach 2007-2010 (l) i deficyt finansów publicznych na tle PKB (p)



Źródło: Ministerstwo Finansów

Deficyt budżetowy po listopadzie wynosi -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. W przypadku negatywnych scenariuszy globalnych wraz ze wzrostem awersji do ryzyka taki poziom deficytu może powodować ucieczkę kapitału zagranicznego (szczególnie w kontekście jego dużego napływu w ostatnich miesiącach), 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%).

W kwestii reform fiskalnych, należy pamiętać, że 2011 jest rokiem wyborów parlamentarnych, co oznacza, że rząd nie podejmie się działań mających na celu redukcję deficytu budżetowego poprzez ograniczanie wydatków. Trudno oceniać to pozytywnie, ale inne myślenie niż pragmatyczne jest utopią. Obecnie priorytetem dla rządu jest jak najwyższy wzrost gospodarczy, co wraz z zabiegami statystycznymi (zmniejszenie składki do OFE, więcej na stronie 26) będzie zmniejszało ryzyko przekroczenia konstytucyjnych progów zadłużenia.

Zmniejszając składkę do OFE, rząd będzie mógł zmniejszyć dotację do ZUS o 15,4 mld PLN, tj. ok. 1,1% PKB. O tyle zmniejszy się przyszłoroczny deficyt budżetowy i przyrost długu publicznego. Zabranie pieniędzy OFE, które na końcu drogi współfinansowały inwestycje przedsiębiorstw, zdobywających kapitał na GPW, ogranicza inwestycje na rzecz konsumpcji (emerytury). W długim okresie trudno oceniać to pozytywnie. Pozytywnie oceniamy natomiast fakt, że rząd kosztem dalszego zadłużania się chce maksymalizować wykorzystanie środków z UE, które współfinansują inwestycje infrastrukturalne. Konieczność współfinansowania tych inwestycji powoduje m.in. silny wzrost deficytu samorządów lokalnych.

Główne dane makroekonomiczne dla Polski

PKB i produkcja	10-maj	10-cze	10-lip	10-sie	10-wrz	10-paź	10-lis	10-gru
PKB		3,5%			4,2%			
Popyt krajowy		3,9%			4,2%			
Spożycie indywidualne		3,0%			3,5%			
Nakłady brutto na środki trwałe		-1,7%			0,4%			
Wartość dodana		3,0%			3,8%			
w przemyśle		13,1%			10,2%			
w budownictwie		4,0%			6,1%			
w sektorze usług rynkowych		0,3%			2,0%			
Produkcja przemysłowa r/r	13,5%	14,3%	10,5%	13,6%	11,8%	8,0%	10,1%	11,5%
Produkcja przemysłowa m/m	1,6%	6,8%	-5,9%	-1,8%	13,2%	-1,6%	-1,3%	
Sprzedaż detaliczna r/r	4,3%	6,4%	3,9%	6,6%	8,6%	9,0%	8,3%	10,3%
Sprzedaż detaliczna m/m	3,1%	4,1%	3,2%	-1,6%	1,2%	4,3%	-6,7%	
Rynek pracy	10-maj	10-cze	10-lip	10-sie	10-wrz	10-paź	10-lis	10-gru
Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (PLN)	3 347	3 404	3 433	3 407	3 404	3 440	3 526	
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r	4,8%	3,5%	2,1%	4,2%	3,7%	3,9%	3,6%	2,7%
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m	-1,5%	1,7%	0,9%	-0,8%	-0,1%	1,1%	2,5%	
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r	0,5%	1,1%	1,4%	1,6%	1,8%	2,1%	2,2%	2,3%
Stopa bezrobocia	12,1%	11,7%	11,5%	11,4%	11,5%	11,5%	11,7%	12,0%
Handel zagraniczny	10-maj	10-cze	10-lip	10-sie	10-wrz	10-paź	10-lis	10-gru
Rachunek obrotów bieżących (mln EUR)	-453	-757	-1 518	-1 255	-1 089	-1 155	-1 752	
Saldo wymiany towarów na bazie transakcji (mln EUR)	-399	-101	-606	-825	-537			
Eksport na bazie transakcji r/r (w EUR)	24,4%	27,0%	17,5%	22,9%	17,9%			
Import na bazie transakcji r/r (w EUR)	28,9%	23,9%	18,9%	26,2%	23,9%			
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-2,1%	-2,1%	-2,3%	-2,6%	-2,9%			
Ceny	10-maj	10-cze	10-lip	10-sie	10-wrz	10-paź	10-lis	10-gru
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r	2,2%	2,3%	2,0%	2,0%	2,5%	2,8%	2,7%	3,3%
Inflacja bazowa (bez cen żywności i energii) r/r	1,6%	1,5%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,4%
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m	2,0%	1,0%	0,1%	-0,2%	0,1%	0,0%	0,3%	
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r	1,9%	2,1%	3,8%	4,0%	4,3%	4,0%	4,6%	5,7%
Agregaty monetarne	10-maj	10-cze	10-lip	10-sie	10-wrz	10-paź	10-lis	10-gru
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	738	743	743	750	753	756	763	
Podaż pieniądza r/r	7,7%	7,1%	7,8%	9,4%	8,9%	6,3%	9,0%	8,5%
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r	9,6%	13,1%	13,7%	15,5%	12,4%	10,1%	14,3%	
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r	-5,7%	-4,4%	-3,1%	-2,2%	-3,1%	-2,3%	-0,7%	
Depozyty gospodarstw domowych r/r	9,3%	9,3%	9,4%	10,0%	9,7%	10,2%	10,1%	
Depozyty przedsiębiorstw r/r	15,0%	13,1%	12,1%	15,2%	12,9%	13,2%	10,7%	
Stopy procentowe	10-maj	10-cze	10-lip	10-sie	10-wrz	10-paź	10-lis	10-gru
Stopa interwencyjna NBP	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Stopa lombardowa	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Stopa depozytowa	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
WIBOR 3M	3,8%	3,8%	3,7%	3,7%	3,7%	3,8%	3,9%	3,9%
Rentowność obligacji 2Y	4,7%	4,9%	4,8%	4,7%	4,8%	4,7%	4,9%	4,8%
Rentowność obligacji 5Y	5,3%	5,4%	5,4%	5,2%	5,1%	5,2%	5,4%	5,5%
Rentowność obligacji 10Y	5,8%	5,9%	5,9%	5,4%	5,5%	5,6%	5,8%	6,0%

Źródło: BRE Bank SA

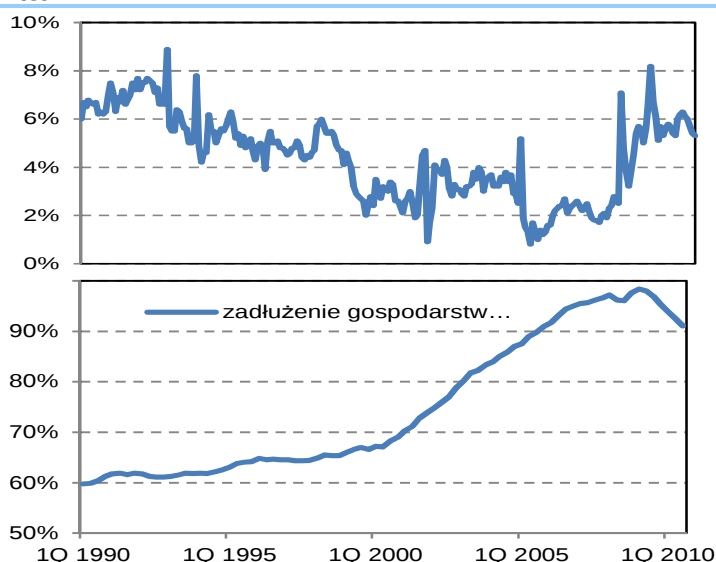
USA – czy eksperyment się uda?

- Gospodarstwa domowe nadal delewarują się co stwarza dobre perspektywy dla długoterminowego wzrostu.
- Kluczem do trwałego ożywienia pozostaje rynek pracy. W br. bezrobocie powinno zacząć wyraźniej spadać, pobudzając konsumpcję.
- 3,5-4% wzrost PKB pozwoli na dalszy wzrost wyników spółek (+15% r/r).
- FED zacznie zacieśniać politykę monetarną na początku 2012, co jeśli wcześniej?

Gospodarka amerykańska nadal znajduje się w fazie, którą można by nazwać eksperymentem nowej ekonomii. Po pierwszych miesiącach 2010 roku mogło się wydawać, że polityka niebywałej w ostatniej historii skali luzowania monetarnego zaaplikowana przez FED (QE1) i rządowe pakiety stymulacyjne nie przynoszą oczekiwanych efektów. Dynamika ożywienia zaczęła wygasać, przy nadal braku poprawy na rynku pracy i w sektorze mieszkaniowym. W chwili, kiedy rynki zaczęły dyskontować nieuchronne QE2, dane makro a szczególnie wskaźniki wyprzedzające zaczęły ponownie rosnać, zapowiadając dalsze ożywienie przynajmniej w pierwszej połowie 2011. Nadal istnieje ryzyko, że gospodarka nie wejdzie w fazę cyklicznego wzrostu – objawiającego się spadkiem bezrobocia do poziomu historycznych średnich – ale na obecną chwilę ryzyko to jest zasadniczo mniejsze niż rok temu. W dalszym ciągu w opiniach makroekonomistów przewijają się scenariusze od: wieloletniej stagnacji z deflacją w tle – a'la gospodarka Japonii do scenariusza hiperinflacji – jako efektu frywolnej polityki luzowania monetarnego FEDu. Zwracamy uwagę na pozytywne elementy układanki jak i najważniejsze czynniki ryzyka, których zmaterializowanie się będzie determinowało dalszy scenariusz dla rynku akcji. Na obecną chwilę, bardziej prawdopodobny wydaje się ten pozytywny.

Szans upatrujemy przede wszystkim w ożywieniu konsumpcji – odpowiadającej za 70% amerykańskiego PKB (przed kryzysem). Jest to możliwe dzięki dwóm głównym czynnikom: ożywieniu na rynku pracy i dzięki temu rosnącym dochodom gospodarstw domowych oraz obniżeniu stopy oszczędności. Obecnie wydatki Amerykanów rosną w tempie 4% r/r, co odbywa się przy równoczesnym zmniejszaniu zadłużenia (pozytywny wpływ kryzysu dla długoterminowych trendów) oraz nadal wysokiej stopie bezrobocia. Optymalnym scenariuszem dla długoterminowego trendu wzrostowego, jest wzrost zatrudnienia przy utrzymaniu wysokiej stopy oszczędności i spłaci zadłużenie, jako podstawy przyszłej konsumpcji. Nałożenie się tych dwóch czynników jednocześnie prowadziłoby prawdopodobnie do przegrzania gospodarki i szybkiej reakcji FED.

Zadłużenie gospodarstw domowych w USA vs. PKB (d) na tle stopy oszczędności (g)



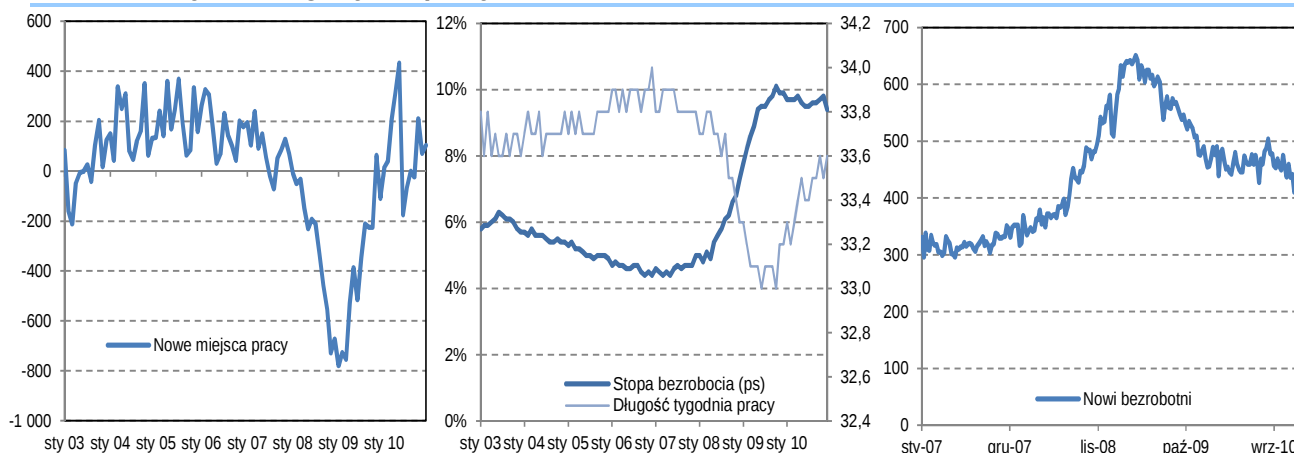
Źródło: Bloomberg

Warto poświęcić nieco miejsca skali delewarowania się gospodarstw domowych. Stopa oszczędności – pomimo, że w ostatnich miesiącach nieco spadła – nadal utrzymuje się na poziomie 5,5% dochodów rozporządzalnych, tj. na poziomie umożliwiającym gospodarstwom domowym spłatę zadłużenia. Od 1Q2009 do 3Q2010 ich zadłużenie w relacji do PKB obniżyło

się o 7,25 pp., tj. do 91,1% i nadal spada (średnie tempo 1,25 pp. na kwartał). Prawdopodobnie ważnym czynnikiem zmniejszającym skłonność do zaciągania kredytów jest słabość rynku nieruchomości (kredyt hipoteczny), która naszym zdaniem utrzyma się jeszcze przez dłuższy czas (nadal duża nadpodaż mieszkań). Utrzymanie stopy na obecnym poziomie zmniejsza zadłużenie lub zwiększa wartość aktywów o ok. 650 mld USD rocznie, co przy założeniu 4,5% wzrostu nominalnego PKB pozwoliłoby zejść z zadłużeniem do 85% PKB na koniec 2011 (to poziom z połowy 2004 roku) i 80% na koniec 2012.

Utrzymanie stopy oszczędności na obecnym poziomie oznacza, że zagregowane wydatki mogą rosnąć w tempie wzrostu dochodów a to pochodna wzrostu wydajności pracy i wzrostu liczby zatrudnionych (dodatkowo dochodzą dochody kapitałowe). W ostatnich dziesięciu latach wydajność pracy rośnie w średnim tempie 2,5% rocznie.

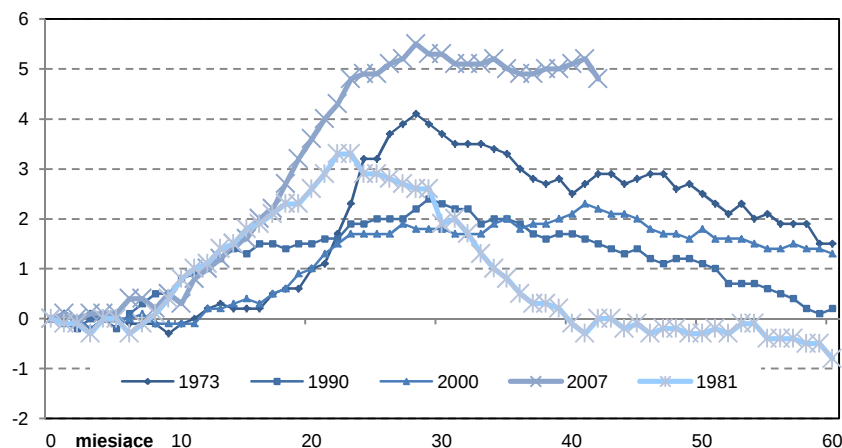
Dane z amerykańskiego rynku pracy



Źródło: Bloomberg

Dane o zatrudnieniu są nadal bardzo niestabilne. W październiku gospodarka amerykańska stworzyła 210 tys. nowych miejsc pracy, ale już w listopadzie zaledwie 71 tys. W grudniu wzrost wyniósł 103 tys. (w całości wzrost pochodził z sektora usług, nadal miał miejsce spadek w administracji publicznej i zaledwie nieznaczny +10 tys. wzrost w sektorze przemysłowym) i był istotnie słabszy niż konsensus rynkowy (150 tys.). Należy zwrócić uwagę, że dane z Departamentu Pracy (DP) są znacząco słabsze niż dane publikowane przez ADP (w grudniu wzrost o 295 tys.). Historycznie to dane z DP były weryfikowane w górę, co może oznaczać, że rozczarowanie danymi za grudzień nie jest tak znaczące. W samej strukturze bezrobocia utrzymują się negatywne tendencje, tj. wzrost odsetek długotrwale bezrobotnych oraz pracowników zniechęconych. 40% bezrobotnych to osoby pozostające bez pracy ponad 27 tygodni. W poprzednich recesjach ten odsetek dochodził do zaledwie 20%.

Jak szybko spada bezrobocie w USA



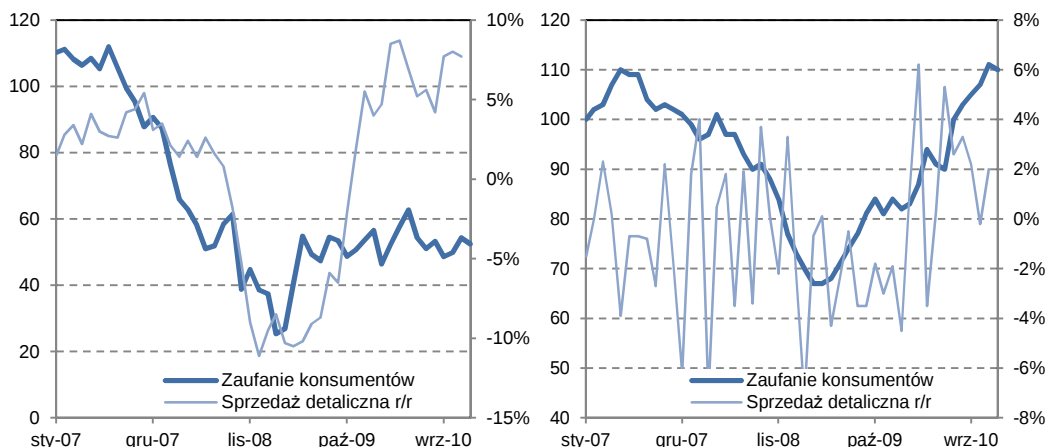
Źródło: Bloomberg

Mimo rozczarowań co do tempa wychodzenia z kryzysu na rynku pracy, dane z ostatnich miesięcy mogące wskazywać, że w 2011 roku powinien nastąpić wreszcie przełom i bezrobocie zacznie spadać. Świadczy o tym, m.in.:

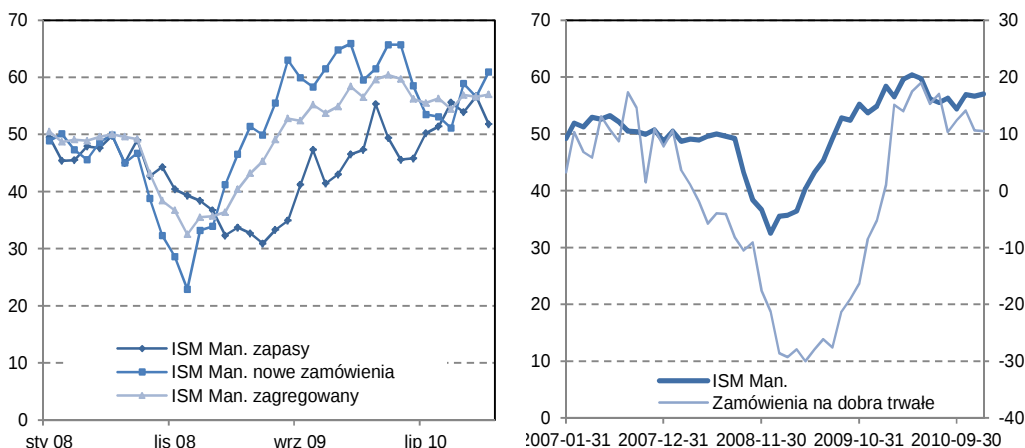
- tygodniowy czas pracy wzrósł do 33,6 godziny, a więc poziomu niewiele odbiegającego od danych sprzed kryzysu (w poprzednim cyklu bezrobocie zaczęło spadać, kiedy tygodniowy czas pracy wynosił 33,6 godziny – wykres powyżej),
- liczba nowych bezrobotnych oscyluje na poziomie 400 tys. (-100 tys. r/r), jednak nadal duża niestabilność, ostatnie dane wskazują ponowny wzrost do 440 tys.,
- w grudniu po raz pierwszy wzrosła liczba nowych miejsc pracy w przemyśle,
- wykorzystanie mocy produkcyjnych wzrosło do ponad 75%, co może zapowiadać wzrost poziomu inwestycji, dodatkowo kreujących miejsca pracy.

W ostatnich tygodniach liczba nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych oscyluje na poziomie ok. 400 tys. tygodniowo. W porównaniu z poprzednimi cyklami, obecnie stopa bezrobocia obniża się wolniej, co prezentuje powyższy wykres. Jeżeli liczba miejsc tworzonych w gospodarce zacznie rosnąć o ponad 200 tys. miesięcznie stopa bezrobocia powinna zacząć spadać wyraźniej, nie należy jednak oczekiwać, żeby w perspektywie kolejnych dwóch lat powróciła do stanu naturalnego lub oczekiwanego przez FED. Potwierdzają to zresztą ostatnie wypowiedzi jej szefa. Trend jest jednak pozytywny. Jak na razie brak większych pozytywnych zmian na rynku pracy powoduje, że bieżące nastroje konsumentów są dosyć słabe. Kontrastuje to m.in. z nastrojami wśród konsumentów niemieckich, którzy odczuwają już spadek bezrobocia i boom gospodarczy.

Nastroje konsumentów amerykańskich (l) i niemieckich (p)



ISM dla przemysłu z wyszczególnieniem zapasów i nowych zamówień (l) oraz zamówienia na dobra trwałe (p)



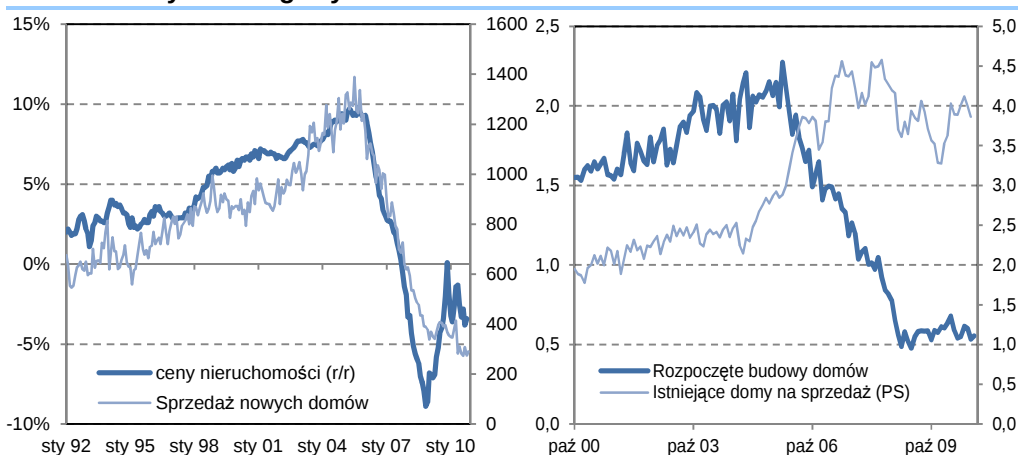
Źródło: Bloomberg

Nadal hamulcem dla szybszego spadku bezrobocia są słabe inwestycje prywatne oraz nadal znajdujący się w zapaści rynek nieruchomości. Patrząc na zachowanie się wskaźnika ISM ożywienie w przemyśle pozostaje dosyć niestabilne. W listopadzie zagregowany wskaźnik obniżył się do 56,6 pkt. z 56,9 pkt. w październiku. 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.), wzrósł natomiast wskaźnik dla opóźnień w realizacji dostaw (57,2 z 51,2 pkt.) oraz zapasów (56,7 z 53,9 pkt.). Z kolei ISM za grudzień wzrósł do 57 pkt. głównie w oparciu o wzrost komponentów nowe zamówienia (60,9) przy spadku zapasów (51,8). Również bieżące dane o nowych zamówieniach w przemyśle charakteryzują się dużą zmiennością.

Wciąż bardzo słabo prezentuje się rynek nieruchomości, co można upatrywać jako ryzyko - w postaci spadku cen i wpływu tego czynnika na konsumpcję (również sytuacje w bankach), ale również szansę w przyszłości (gorzej być nie może). Mimo pozytywnych sygnałów z ostatnich trzech miesięcy o spadającej liczbie niesprzedanych domów (obecnie 3,71 mln), to jednak niesprzedana podaż w ujęciu historycznym jest nadal wysoka, dlatego uważamy, że istotnego ożywienia na tym rynku nie należy oczekiwać w bieżącym roku. Niskie stopy procentowe jak widać nie mają tu większego znaczenia a kluczem pozostaje rynek pracy. Dla potwierdzenia słabości rynku listopadowe dane o pozwoleniach na budowę i liczbie rozpoczętych budów oscylują na poziomie 550 tys. a liczba sprzedanych nowych domów to zaledwie 290 tys. To poziomy o co najmniej połowę niższe niż długoterminowe średnie i dane sprzed kryzysu.

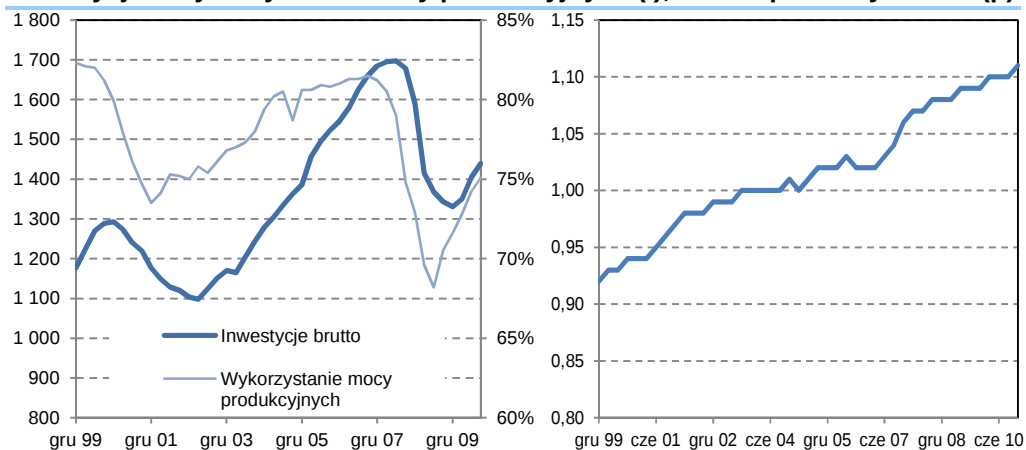
Dane z amerykańskiego rynku nieruchomości



Źródło: Bloomberg

Wykorzystanie mocy produkcyjnych w amerykańskim przemyśle wzrosło do 75%. W okresach prosperity gospodarczej wynosi zwykle ok. 80%. Stwarza to, szansę, że przedsiębiorstwa skupione obecnie na maksymalizacji zysków zaczną wreszcie rozbudowywać moce produkcyjne i modernizować dotychczasowy park maszynowy. Sprzyja temu m.in. wzrost zamówień w przemyśle, rosnący eksport i nadal bardzo tanie finansowanie. Po dwóch latach niskich nakładów i dekapitalizacji majątku, w połączeniu z szybko zmieniającą się technologią powinno prowadzić do przyspieszenia wzrostu inwestycji (obecnie poziom inwestycji prywatnych jest nadal o 20% niższy niż w okresie sprzed kryzysu).

Inwestycje a wykorzystanie mocy produkcyjnych (I), wzrost produktywności (p)



Źródło: Bloomberg

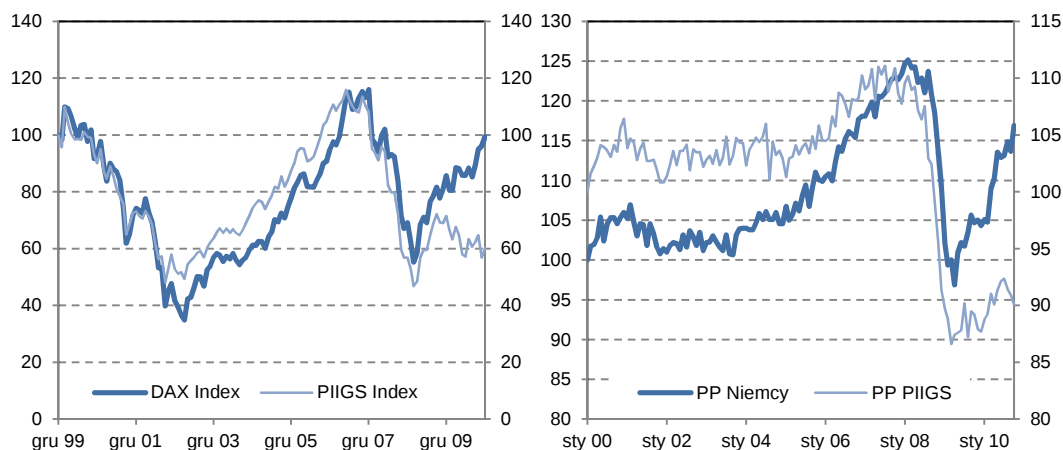
Europa – kryzys zadłużenia PIIGS i niemiecki boom gospodarczy, czyli problem Euro

- Bieżąca płynność krajów PIIGS przestaje być ryzykiem (przynajmniej na razie co może umocnić w krótkim okresie EUR), problemy strukturalne pozostają nierozwiązane a wręcz narastają (w długim okresie Euro słabnie w relacji do USD).
- Euro jest za drogie dla PIIGS, które bez dewaluacji nie są w stanie przywrócić konkurencyjności gospodarki.
- Kłopoty PIIGS są korzystne dla Niemiec, które dzięki eksportowi odbudowują wewnętrzną koniunkturę.

Europa a szczególnie kraje skupione wokół EUR to dwie skrajności: z jednej strony boom w gospodarce niemieckiej (wzrost PKB na poziomie 3,6%), którego podstawa leży we wzroście eksportu, ale również odradzającym się popycie wewnętrznym (wysoki optymizm konsumentów poparty poprawą na rynku pracy) i co bardzo ważne będącej pod wpływem działań reformatorskich w poprzednich latach, z drugiej ogromne problemy najbardziej zadłużonych krajów „peryferyjnych” (PIIGS odpowiadają za 34% PKB UE) 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 nie są konkurencyjne strukturalnie (szczególnie Portugalia). Zdecydowanie gorzej niż Niemcy radzą sobie dwie kolejne pod względem wielkości gospodarki UE: Francja i Wielka Brytania, które w tym roku powinny zanotować wzrost PKB na poziomie odpowiednio: 1,6% i 2,0%. Jeszcze słabsze wzrosty osiągną Włochy (1,3%) i będąca nadal na skraju recesji Hiszpania (0,5%). Brak własnych walut uniemożliwia szybkie dopasowanie konkurencyjności gospodarki i wymaga trudnych decyzji politycznych. Można by powiedzieć, że wspólna waluta jest dla jednych za droga, co wykorzystują inni.

Dobrze obrazuje to zachowanie się indeksów giełdowych Niemiec i PIIGS, a także dynamika produkcji przemysłowej w tych krajach. Poniżej przedstawiamy indeks dla krajów PIIGS, gdzie udział poszczególnych gospodarek w indeksie zważyliśmy ich udziałem w PKB.

Indeksy giełdowe (I) i dynamika produkcji przemysłowej Niemiec i PIIGS* (p)

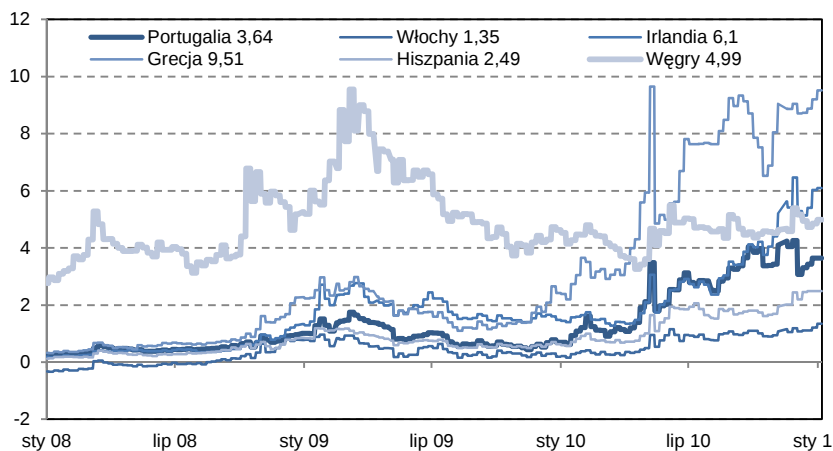


Źródło: Bloomberg, * udział w indeksie ważony udziałem w PKB

Kryzys z zadłużeniem i rosnące ryzyko przykładane przez inwestorów w krajach określanych jako PIIGS (Portugal, Italy, Ireland, Greece, Spain) dobrze obrazują codzienne notowania CDS (Credit Default Swap) czy różnice w rentowności obligacji w stosunku do niemieckich Bundów. Sam kryzys zadłużeniowy nie jest niczym szczególnie nowym i w poprzednich dekadach zdarzał się dosyć często. Zaczynając od początku lat '90 mieliśmy 9 poważnych kryzysów, których efektem a jednocześnie mechanizmem przywracającym konkurencyjność gospodarki „z automatu” była dewaluacja waluty. W okresie tym najsilniejszą dewaluację przeszedł w latach 1998-99 rosyjski rubel (-75%), argentyńskie peso (2002, -74%) oraz turecka lira (-60%) w 2001 roku. W latach 1996-98 dewaluacje przeszły cztery kraje azjatyckie: Korea, Tajlandia, Filipiny i Indonezja (-55%). Brazylijski real przeszedł dewaluację dwukrotnie: w latach 1998-99 (-45%) i w 2002 roku (-40%). Była to jednocześnie ostatnia „skokowa” dewaluacja. Obecne problemy Portugalii czy Grecji nie są więc niczym szczególnym i nie mają prawa zachwiać

światową gospodarką, tym bardziej, że wyasygnowano ogromne środki mające zapewnić tym krajom zdolność finansowania się, z chwilą kiedy rynek tego zaprzestał.

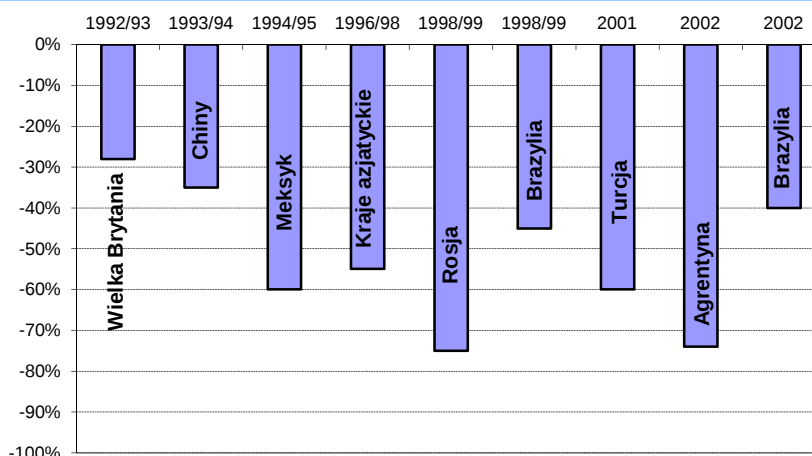
Premia do Bundów dla obligacji 10-letnich



Źródło: Bloomberg

Mechanizm stabilizacyjny opiera się na środkach stawianych do dyspozycji przez IMF (łącznie 250 mld EUR), European Financial Stability Mechanism (60 mld EUR, fundusze Komisji Europejskiej pod zastaw budżetu EU), European Financial Stability Fund (440 mld EUR, obligacje organizowane przez German Debt Management Office od stycznia 2011) oraz programie zakupu papierów rządowych prowadzonym przez ECB. Dotychczas pomoc dla Irlandii i Grecji zamyka się kwotą 175,5 mld EUR, co oznacza, że w ramach obecnie dostępnych środków pozostaje 574,5 mld EUR. Dodatkowo chęć zakupu papierów dłużnych Grecji, Portugalii czy Hiszpanii deklarują Chiny i Japonia. Również FED zadeklarował gotowość pomocy w przypadku problemów z finansowaniem dużego kraju europejskiego. Płynność w krótkim i średnim okresie jest dostarczona, przez „wielkich” tego świata, którzy tym samym kupują spokój dla własnych gospodarek. Inną sprawą pozostaje koszt po jakim PIIGS emitują obligacje. 7% dla Portugalii na 5 lat oznacza istotny wzrost kosztów obsługi zadłużenia, dodatkowo zwiększający deficyt budżetowy a więc wymagający wyższych cięć w wydatkach koło się zamyka.

Dewaluacje walut w czasie ostatnich kryzysów zadłużeniowych

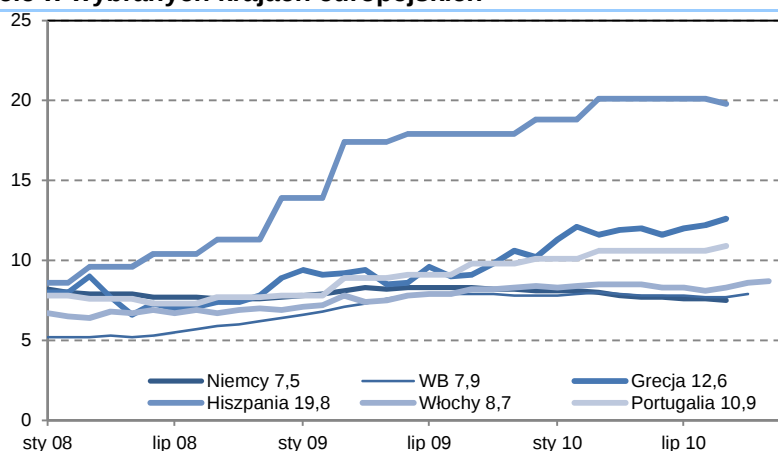


Źródło: Bloomberg

W długim okresie problem PIIGS polega jednak na tym, że brakuje szybkiego mechanizmu, który po bankructwie a właściwie restrukturyzacji zadłużenia tych krajów (mechanizm stabilizacyjny raczej nie uchroni Grecji przed tym co nieuniknione, koszty obsługi zadłużenia przekraczają 5% PKB) pozwoliły na szybkie odzyskanie konkurencyjności poprzez dewaluację waluty, jak to miało miejsce w poprzednich kryzysach i wejście kraju na szybką ścieżkę wzrostu. Dużo trudniej osiągnąć ten cel (jeśli to w ogóle możliwe) poprzez decyzję polityczną o „zaciskaniu pasa”, co zawsze wiąże się ze sprzeciwem społecznym – bez większej gwarancji, że poniesione wyrzeczenia są adekwatne do potrzeb. Redukcja wydatków

bez dewaluacji rodzi wręcz ryzyko, że gospodarka wejdzie w jeszcze większy kryzys i spiralę zadłużenia. W krajach objętych kryzysem walutowym wyraźnie widać brak ożywienia na rynku pracy, zacieśnianie polityki fiskalnej nie poprawi tej sytuacji. Kontrast stanowi tu gospodarka niemiecka.

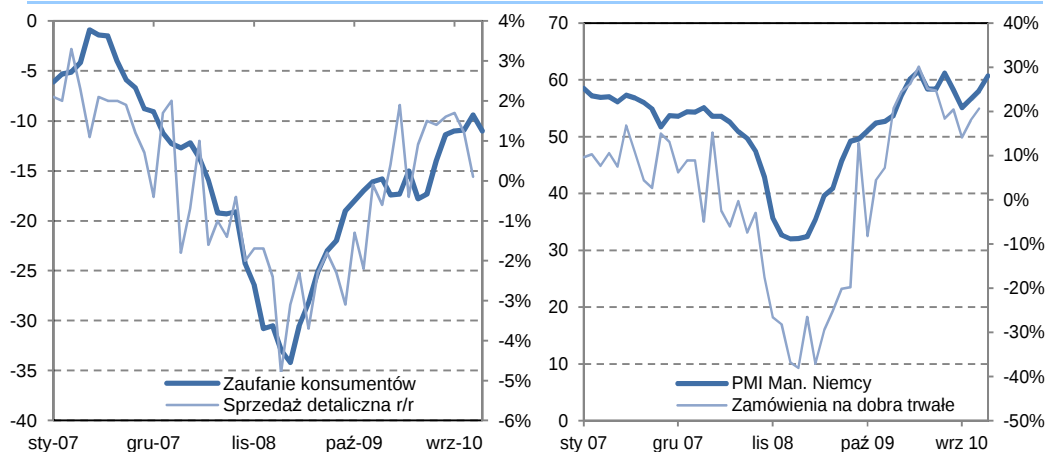
Bezrobocie w wybranych krajach europejskich



Źródło: Bloomberg

Istnieje również „proste” rozwiązanie kryzysu krajów peryferyjnych. W odróżnieniu od innych kryzysów – wymienionych m.in. powyżej, gdzie zadłużone kraje korzystały z finansowania w innych walutach niż własna, obecnie dotyczy krajów zadłużonych w EUR. Teoretycznie ECB może wykupić część długu (odpowiednik restrukturyzacji zadłużenia) zadłużonych krajów, przenosząc zobowiązania z danego kraju na swój bilans. W pewnym sensie już to robi skupując papiery dłużne Portugalii i Irlandii (kwestia raczej skali). Jedynym ograniczeniem – podobnie jak w przypadku FED – jest tu ryzyko inflacji, chociaż obecnie obawy bardziej koncentrują się na deflacji. Przed taką decyzją na razie broni ECB kwestia długotrwałych konsekwencji związanych z *moral hazard*. Czy jednak w chwili poważniejszego kryzysu, który może zagrozić przyszłości EUR będzie to przeszkodą?

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



Źródło: Bloomberg

Paradoksalnie kryzys w krajach peryferyjnych (PIIGS) jest korzystny dla Niemiec, bo dopóki banki niemieckie nie odpisują wartości pożyczek udzielonych Grecji czy Irlandii, to ich problemy osłabiają EUR, 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. W pierwszej fazie ożywienia gospodarczego Niemcy rosły dzięki eksportowi, obecnie coraz wyraźniej uwidaczniają się czynniki wewnętrzne.

Konsekwentna dyscyplina płacowa, brak boomu na rynku nieruchomości i wstrzemięźliwość konsumpcyjna w poprzednich latach (kiedy kraje południa Europy konsumowały na kredyt) obecnie przekształca się w silne ożywienie. Skutkuje to silnie rosnącym zaufaniem konsumentów i coraz szybszym wzrostem popytu wewnętrznego, szybko rosnącymi inwestycjami oraz wyraźnym ożywieniem na rynku nieruchomości. Spadek bezrobocia, które jest już obecnie niższe niż przed kryzysem, powinien podtrzymywać te trendy.

Chiny silny wzrost - z inflacją i chłodzeniem w tle

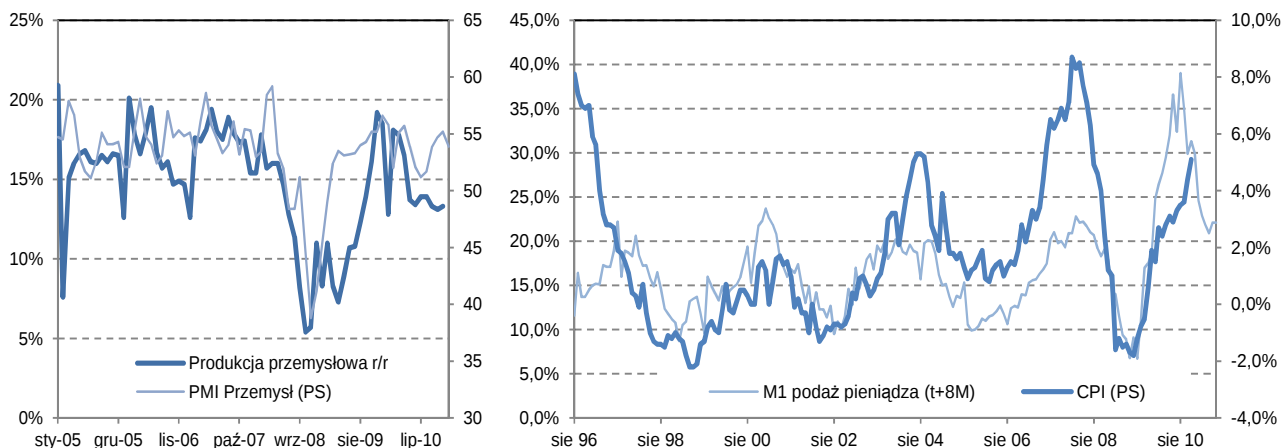
- **Inflacja powyżej 5% (CPI) staje się głównym problemem, dane o podaży pieniądza wskazują, że w kolejnych miesiącach nie powinna jednak już rosnąć w takim tempie.**
- **Władze osiągnęły pewne sukcesy schładzając gospodarkę, której tempo wzrostu w br. nie powinno spadać poniżej 8%.**

Podczas gdy Europa boryka się z anemicznym wzrostem, a USA prawdopodobnie dopiero wchodzi na ścieżkę cyklicznego wzrostu, Chiny (podobnie jak wybrane inne rynki wschodzące) muszą kontynuować proces chłodzenia gospodarki.

Podstawą szybkiego wzrostu chińskiej gospodarki jest pakiet stymulacyjny wprowadzony na początku kryzysu, tj. już w 2008. Jego wartość stanowiła 10% chińskiego PKB i obejmowała wydatki na budowę infrastruktury, co miało zapobiegać załamaniu się eksportu. W pomoc zostały zaangażowane państwowe banki, które miały za zadanie sfinansować część pakietu i uruchomić dynamiczną akcję kredytową. W efekcie w pierwszym półroczu 2010 chińska gospodarka rozwijała się w tempie 11% r/r, co przy rosnącym zagrożeniu inflacją i dynamicznym wzroście cen nieruchomości skłoniło władze do zmiany strategii i 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 nadal utrzymuje się na poziomie 54 punktów (grudzień), co może wskazywać, że najbliższe miesiące nadal powinny przynieść wysoką dynamikę produkcji przemysłowej (powyżej 10% r/r) – przy nadal wysokim – 20% wzroście akcji kredytowej. Wartości te są jednak istotnie niższe niż w okresie szczytu boomu gospodarczego w bieżącym cyklu, kiedy wynosiły odpowiednio: 19% i 34% (listopad 2009). Zwolnił również wzrost cen nieruchomości (7,7% r/r, vs. 13%). Są to jednak dynamiki nadal zagrażające przegrzaniu gospodarki. W relacji do tempa wzrostu PKB pieniądź jest nadal relatywnie tani. W listopadzie inflacja CPI wzrosła do 5,1%. To zapewne skłoni władze chińskie do dalszych działań (dalsze podwyżki poziomu rezerw obowiązkowych, prawdopodobnie również dalsze podwyżki stóp procentowych) aczkolwiek jest to najmniej chętnie używane narzędzie ze względu na większą presję na umocnienie własnej waluty) a inwestorzy będą większą wagę przykładali do danych o inflacji niż do danych o bieżącym wzroście gospodarczym.

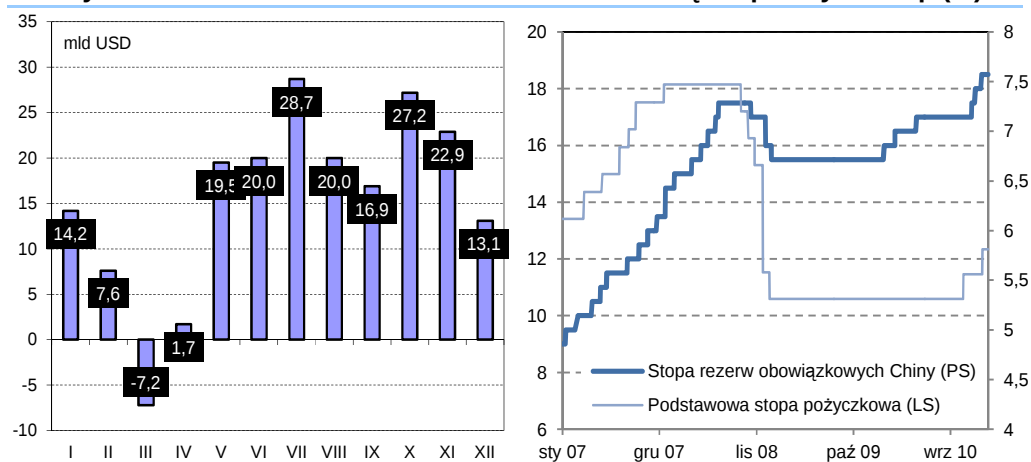
Dynamika produkcji przemysłowej i wzrost akcji kredytowej w Chinach (dane r/r)



Źródło: Bloomberg

Jak daleko posuną się chińskie władze? Należy pamiętać, że chińska gospodarka musi rosnąć w tempie 7-8% rocznie, co zapewnia jej wystarczającą zdolność do kreowania nowych miejsc pracy, ażeby zapobiec wzrostowi bezrobocia i buntowi społecznemu. Na powyższym wykresie przedstawiona została zależność pomiędzy podażą pieniądza M1 – przesuniętą do przodu o 8 miesięcy a bieżącą inflacją CPI w poprzednich cyklach. Wyraźnie widać, że ograniczenie dynamiki podaży pieniądza prowadziło do kontrakcji również na inflacji. Stwarza to szansę, że w kolejnych miesiącach inflacja przynajmniej przestanie rosnąć. Jeżeli ta zależność nie sprawdzi się Chiny będą dalej zacieśniać politykę monetarną, co powinno przyczynić się do dalszego spadku indeksu i spadku popytu na surowce.

Nadwyżka handlowa Chin w 2010 w rozbiciu na miesiące i podwyżki stóp (%)



Źródło: Bloomberg

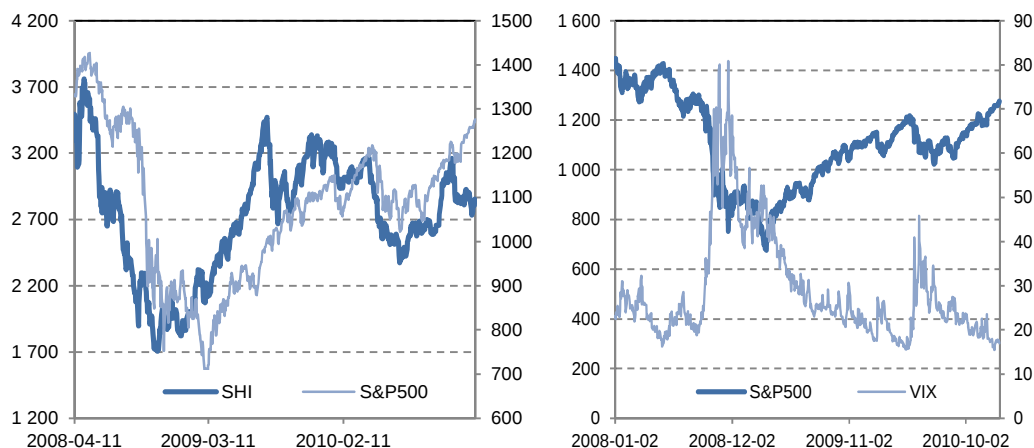
Podsumowanie inwestycyjne

- Wykupienie rynku i obawy o bieżące dane makro – szczególnie z Europy powodem realizacji zysków w 1Q. W tle możliwa zmiana retoryki FED i przygotowywanie rynku do przyszłych podwyżek stóp procentowych.
- 15% wzrost zysków spółek z S&P500 i dalszy wzrost konsumpcji amerykańskich gospodarstw domowych powinien pomóc rynkowi akcji.
- Szansa na odwrócenie długoterminowego trendu wzrostowego na obligacjach i przepływ części funduszy do rynku akcji.

W 1Q większa korekta

Pomimo zakładanego pozytywnego scenariusza makro i nadal pozytywnego momentum na wynikach spółek w krótkim okresie zakładamy, że rynki akcji wejdą w korektę spadkową, co wynika z wykupienia rynku, zbliżającego się czasu aukcji obligacji w krajach PIIGS, co może budzić dodatkowe emocje. O tym, że rynek jest wykupiony może wskazywać relacja byków do niedźwiedzi na giełdzie amerykańskiej. W grudniu 2010 liczba pozytywnie nastawionych do rynku wyniosła 52%, negatywnie 20%. To najwyższe wskazania od listopada 2005.

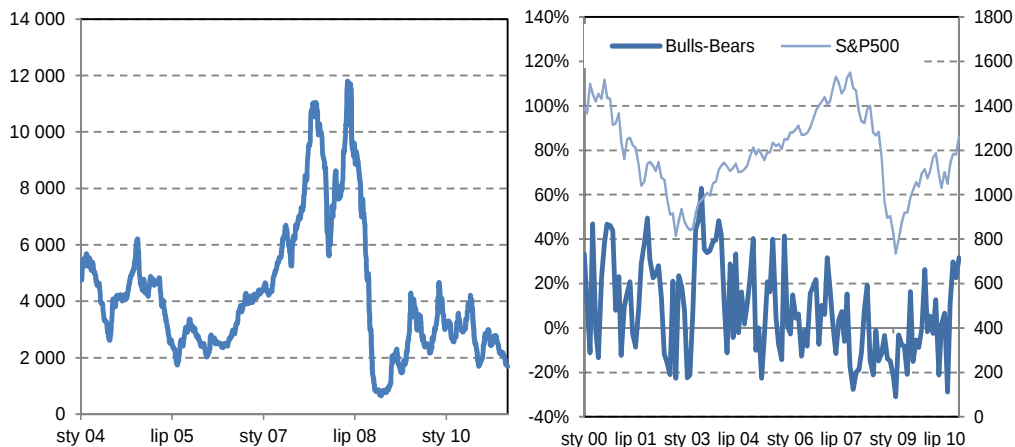
S&P500 na tle SHI (l) i VIX dla opcji na S&P500 (p)



Źródło: Bloomberg

Na zbliżającą się korektę wskazywałby również wskaźnik zmienności VIX dla opcji na S&P500. W ostatnich trzech latach jego zejście poniżej 20 punktów zwiastowało silniejszą przecenę na rynku akcji. Dobrymi indykatorami były również indeksy: giełdy w Chinach (SHI) oraz Baltic Dry.

Baltic Dry Index (l) i różnica w pp. między bulls&bears dla S&P500 (p)

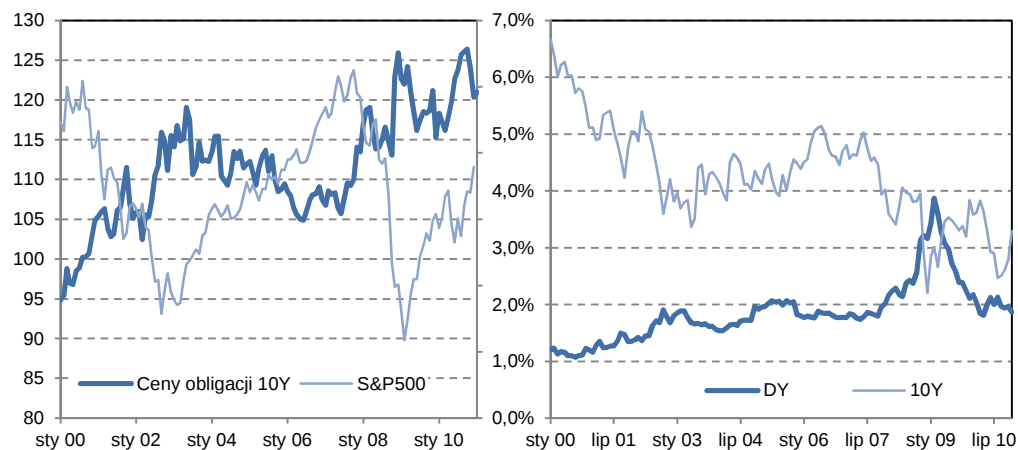


Źródło: Bloomberg

Czy to koniec długoterminowego trendu na obligacjach?

Jak rynki kapitałowe zareagują na 3,5-4% wzrost PKB w USA? Biorąc pod uwagę, że wzrostowi powinna towarzyszyć poprawa na rynku pracy i związana z tym rosnąca presja inflacyjna (szczególnie przy tak powiększonej bazie monetarnej), naturalną reakcją powinien być spadek cen obligacji (wzrost yield'ów). Przy tak już silnej ekspansji PKB i poprawie wyników spółek, utrzymywanie aktywów w *save-haven* wydaje się mało atrakcyjne.

Rentowność obligacji 10Y na tle S&P500 (l) i DY dla spółek z S&P500 a 10Y%(p)



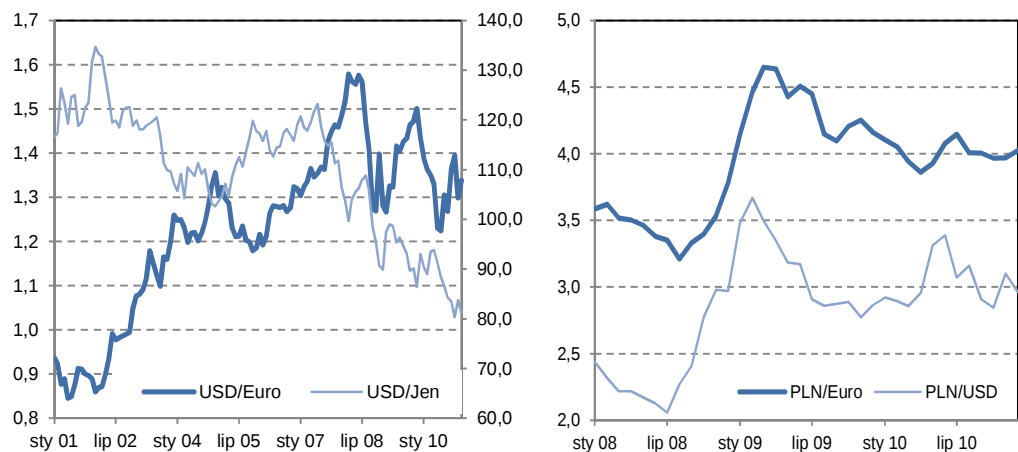
Źródło: Bloomberg

Nie będzie to jednak szybki proces bo: na razie presja inflacyjna jest tylko oczekiwaniem związanym z prognozowanym ożywieniem i nastąpi z pewnym opóźnieniem w stosunku do poprawy na rynku pracy (presja płacowa) i wzrostu obłożenia mocy produkcyjnych (75%, docelowo 80%); w br. FED nie powinien jeszcze podwyższać stóp procentowych. Z obecnego poziomu 3,30% dla obligacji 10-letnich można oczekiwać wzrostu do 3,8-4,0%. Trajektorja nie jest zbyt stroma, ale może oznaczać początek nowego długoletniego trendu, który prowadziłby do przepływu części środków z rynku długu do rynku akcji. To może dać dużo silniejszy impuls wzrostowy niż QE2. Historycznie obligacje znajdują się w 20-letnim trendzie wzrostowym, rynek akcji w 10-letnim trendzie horyzontalnym. Czy te trendy zostaną odwrócone? Ten rok powinien dać odpowiedź w jakiej faktycznie kondycji jest gospodarka. Szybsze niż oczekuje konsensus (9% stopa bezrobocia 2011) ożywienie na rynku pracy, może te trendy zmienić.

Słaby czy silny USD?

W świetle problemów krajów peryferyjnych strefy Euro, przy szybszym wzroście gospodarki amerykańskiej i potencjalnych zapowiedziach o zacieśnianiu polityki pieniężnej już pod koniec br. USD powinien się umacniać w relacji do EUR. To konsensusowa teza i w tym tkwi jej słabość.

USD i PLN na tle walut



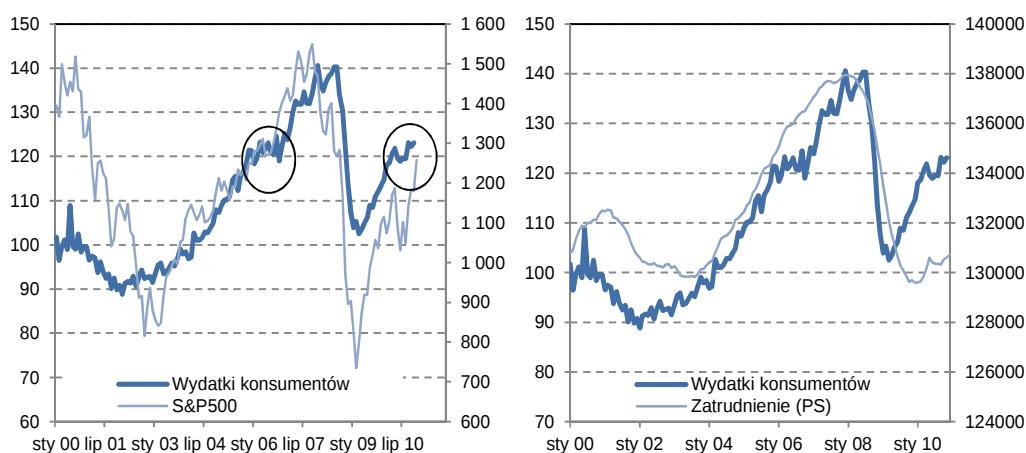
Źródło: Bloomberg

W krótkim okresie zamknięcie aukcji obligacji z krajów PIIGS może umacniać EUR. W średnim terminie Europa pozostaje ze strukturalnym problemem nieefektywnych gospodarek na tle szybko rosnącej gospodarki USA. W cały 2011 roku PLN powinien umacniać się w relacji do USD i EUR. Makroekonomiści BRE Banku oczekują na koniec roku kursów: EUR/PLN 3,7 i USD/PLN 2,55.

S&P500 a konsumpcja w USA

Jeżeli przyjąć założenie, że amerykańska gospodarka „stoi” siłą konsumenta a wyniki amerykańskich spółek a więc i ich wyceny są tego odzwierciedleniem to czeka nas kontynuacja hossy. Przyjmując tezę, że zatrudnienie w gospodarce będzie rosło, co wraz z rosnącymi dochodami będzie przekładało się na poziom konsumpcji. Poniżej przedstawiamy indeks konsumpcji, gdzie początek 2000 równy jest 100 pkt. Obecny poziom odpowiada poziomowi z roku 2006. Wtedy też S&P500 oscylował na poziomie nieco ponad 1300 pkt. Jest to oczywiście uproszczenie, które pozostawia potencjał wzrostu giełdowego indeksu i wynika on z faktu, że 30% wyników generowanych przez spółki wchodzące w skład S&P500 pochodzi spoza USA – głównie Azji, tj. obszaru z wyższą dynamiką wzrostu.

Wydatki konsumentów na tle S&P500 (l) i zatrudnienia (p)



Źródło: Bloomberg

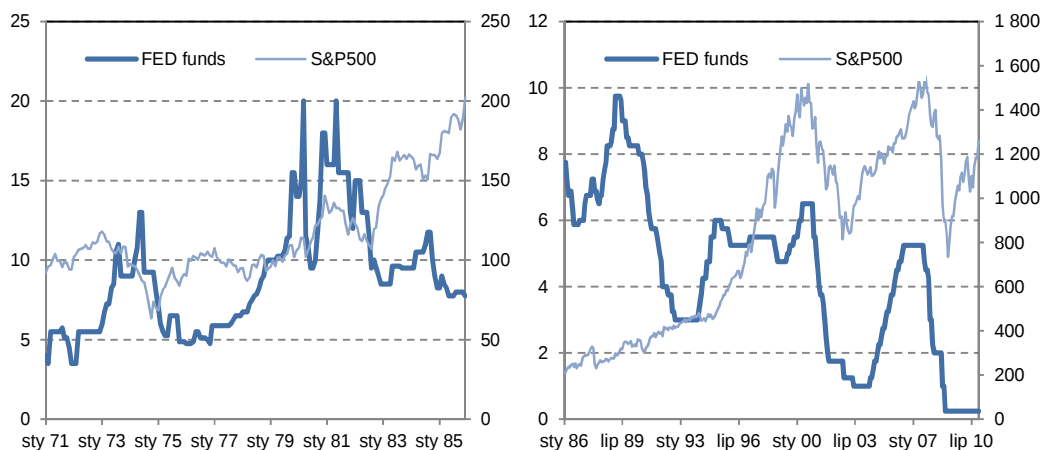
Gdy FED wycofuje się z luzowania? Co z giełdą i surowcami?

Program skupu papierów wartościowych może wkrótce obrócić się przeciwko nam i pobudzić inflację, jeśli nie zaczniemy stopniowo zmieniać kursu, gdy gospodarka będzie rozwijać się szybciej, niż zakładamy. Styczeń 2011. Charles Plosser – szef Filadelfia FED

QE2 będzie wpływać na rynek do połowy 2011 roku. FED z kilkutygodniowym wyprzedzeniem powinien zacząć przygotowywać rynek co do dalszych działań na poziomie polityki monetarnej. Jeżeli zrealizuje się scenariusz dalszego ożywienia w gospodarce amerykańskiej – szczególnie poprzez poprawę danych z rynku pracy istnieje ryzyko, że FED zacznie coraz wyraźniej prezentować retorykę o zacieśnianiu polityki monetarnej na przełomie roku (50pp.). Teoretycznie powinno to oznaczać dalsze umocnienie USD, jeżeli nawet w tym samym czasie ECB zdecyduje się na pierwsze podwyżki to będą one mniejsze (25 pp).

Od początku lat '70 serie podwyżek stóp procentowych przez FED wywoływały niewielkie korekty, po których rynek niesiony poprawiającymi się danymi makro rósł. Większa przecena miała miejsce jedynie w 1977, kiedy początkowi serii podwyżek towarzyszyła 19% przecena S&P500 (trwała 15 miesięcy). W okresie tym gospodarka amerykańska przeżywała okres prosperity (ISM powyżej 55, dynamika produkcji przemysłowej powyżej 8%, stopa bezrobocia poniżej 7%, wydatki konsumentów powyżej 10% r/r, średnie P/E dla S&P500 10,0). Czy może powtórzyć się taki scenariusz? Zapewne tak, biorąc pod uwagę, że okres ten poprzedzał wysoką inflację jaka pojawiła się w kolejnych latach. Analogia z obecnym cyklem wydaje się zasadna. Jest to czynnik ryzyka jaki należy brać pod uwagę w roku 2011. Obecnie konsensus zakłada, że podwyżki stóp rozpoczną się na początku 2012 roku, co teoretycznie przesunąłoby scenariusz opisany powyżej dopiero na rok kolejny.

Reakcja S&P500 na wzrost stóp procentowych



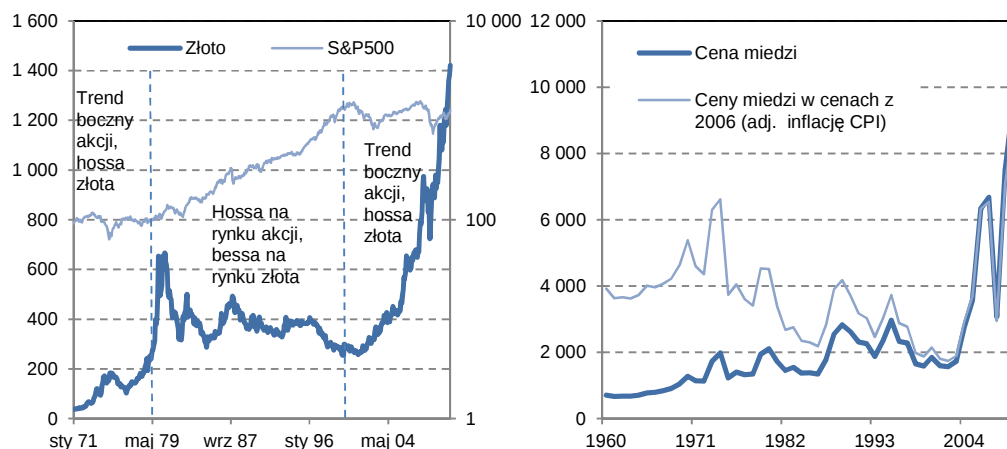
Źródło: Bloomberg

Efekt ubocznym QE jest super hossa na surowcach, szczególnie metalach szlachetnych i przemysłowych. Ceny złota znajdują się w trendzie wzrostowym już od 10 lat, co jest skorelowane z trendem bocznym na rynku akcji i trendem wzrostowym na obligacjach amerykańskich (*safe-haven*). Konsensus prognoz zakłada dalsze silne wzrosty cen metali szlachetnych, ale również przemysłowych które obecnie stały się sposobem tezauryzacji kapitału, szczególnie po decyzji FED o QE2. Co jednak stanie się z surowcami, kiedy FED zacznie przygotowywać rynek do zacieśniania polityki pieniężnej?

Tak jak w przypadku akcji, reakcja negatywna powinna być raczej krótkotrwała (bo w koniunkturze rosną zyski spółek, nominalnie przyspiesza je inflacja) to w przypadku metali istnieje ryzyko a właściwie pewność, że hossa skończy się definitywnie z chwilą odwrócenia długoterminowych trendów na akcjach (do trendu wzrostowego) i obligacjach (do trendu spadkowego). Szaleństwo wzrostu cen surowców w latach '70 skończyło się 20 letnim okresem bessy. Na rynku miedzi, przy dynamicznie rosnącej gospodarce lat '80 i zbilansowanym popycie/podaży w ciągu 8 lat ceny metalu powróciły do poziomu z początku hossy.

Kiedy skończy się obecne szaleństwo tego nie sposób przewidzieć, jednak ryzyko jest naszym zdaniem zbyt wysokie. Na rynku dominuje silny konsensus o dalszym wzroście cen surowców. Cena miedzi skorygowana o inflację CPI w USA jest obecnie wyższa niż w szczycie cyklu lat '70 o 60%. Koszt budowy kopalni miedzi (przykład Peru) jest o 60% niższy niż wycena rynkowa aktywów miedziowych KGHM.

Ceny złota na tle S&P500 i ceny miedzi w latach po 1960 (nominałe i w cenach stałych z 2006)



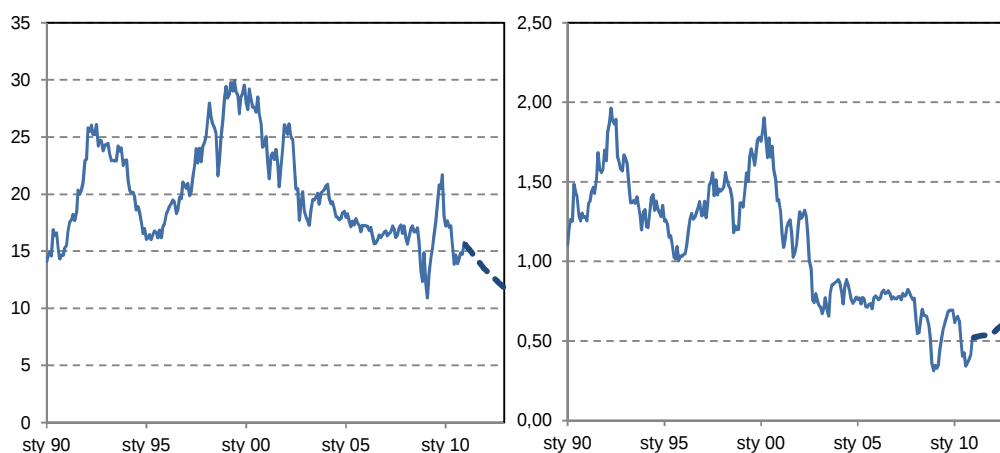
Źródło: Bloomberg

Wyceny spółek S&P500/DAX/WIG

Bieżący (ostatnie cztery kwartały do 3Q włącznie) wskaźnik P/E dla indeksu S&P500 wynosi 15,8, tj. znajduje się na poziomie o 9% poniżej poziomu z października 2007, kiedy zaczęła się ostatnia bessza. Na 4Q2010 analitycy szacują, że zyski spółek wchodzących w skład indeksu wzrosną o 19,8% r/r. Poprzednie kwartały przynosiły pozytywne zaskoczenia i raporty spółek okazywały się lepsze niż szacunki. W 3Q zyski spółek wzrosły o 25,1% przy oczekiwaniach na poziomie 15,5%. W całym 2010 szacuje się, że łączny zysk spółek z S&P500 wzrośnie do 778,5 mld USD, tj. o 43% (należy pamiętać o niskiej bazie porównawczej 2009 roku). Rok temu oczekiwano, że wzrost ten wyniesie 29%. W roku 2011 zyski powinny wzrosnąć o 15,1% do 896,4 mld USD a w roku kolejnym o 15,6% do 1 bln USD.

Jeżeli prognozy się sprawdzą to prognozowany na koniec br. wskaźnik P/E dla indeksu wynosi 15,4 a na koniec 2012 13,3. Przy nadal niskiej rentowności papierów dłużnych (nawet jeżeli założymy wzrost rentowności obligacji 10Y do 4% na koniec 2011 i 5,5% na koniec 2012) akcje pozostają atrakcyjną inwestycją. W takim scenariuszu prognozowane relacja rentowności obligacji 10-letnich do stopy zysków spółek (10Y/(E/P)) na koniec 2011 wynosi 0,54 a na koniec 2012 0,64. To niskie poziomy w ujęciu historycznym. Wraz z dalej rosnącą akceptacją ryzyka i ucieczką od *safe-haven* powinna następować realokacja środków z rynku długu do akcji.

P/E (l) i 10YBonds/(E/P) (p) dla S&P500



Źródło: Bloomberg

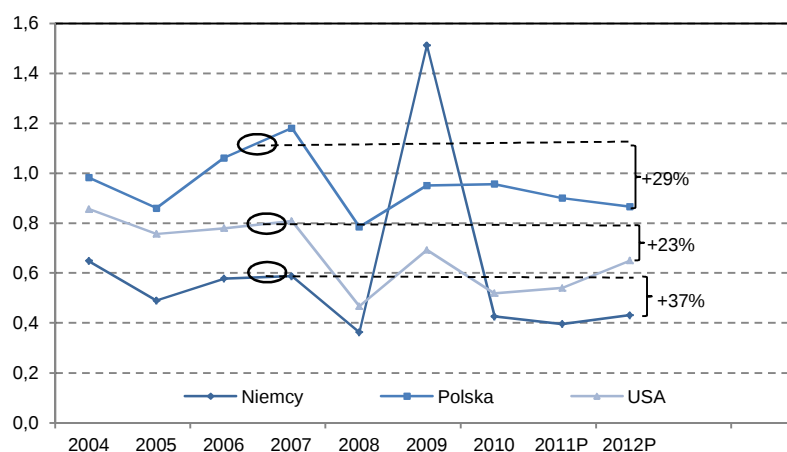
Cała analiza opiera się na założeniu, że wyniki spółek zostaną dostarczone, jednak ryzyko wystąpienia istotnego spowolnienia gospodarczego, które zahamowałoby poprawę wyników obecnie wydaje się być dużo niższe niż rok temu.

Upraszczając wycenę rynku do wskaźnika 10Y/(E/P) wyliczyliśmy wartość indeksów na koniec 2012. Szacunki te mają charakter teoretyczny i opierają się na licznych założeniach. Poziomem wyjściowym są P/E szacowane na koniec 2010 roku (dane historyczne, ostatnie 4Q), gdzie dla S&P500 jest to poziom 15,8; dla DAX 14,4 a dla WIG 15,8 (dane GPW). Przyjmując następujące założenia:

- dynamika wzrostu zysków dla S&P500 jak wyżej, dla rynku polskiego (WIG) i DAXa średnioroczny wzrost na poziomie 15% oraz
- wzrost rentowności obligacji 10-letnich (koniec 2012) na poziomie 5,5% w USA; 4,0% w Niemczech i 7,3% w Polsce oraz
- docelowy poziom wskaźnika 10Y/(E/P) dla wybranych rynków na poziomie z połowy 2006 roku (dojrzała faza cyklu)

otrzymujemy szacowany wzrost wartości indeksów w stosunku do końca 2010 na poziomie: 37% dla DAXa (9 472 pkt.), 29% dla WIG (61 261, przy tych samych założeniach 3 420 pkt.) i 23% dla S&P500 (1 547 pkt.).

Szacowany wzrost indeksów na podstawie wskaźnika 10YBonds/(E/P)



Źródło: Bloomberg

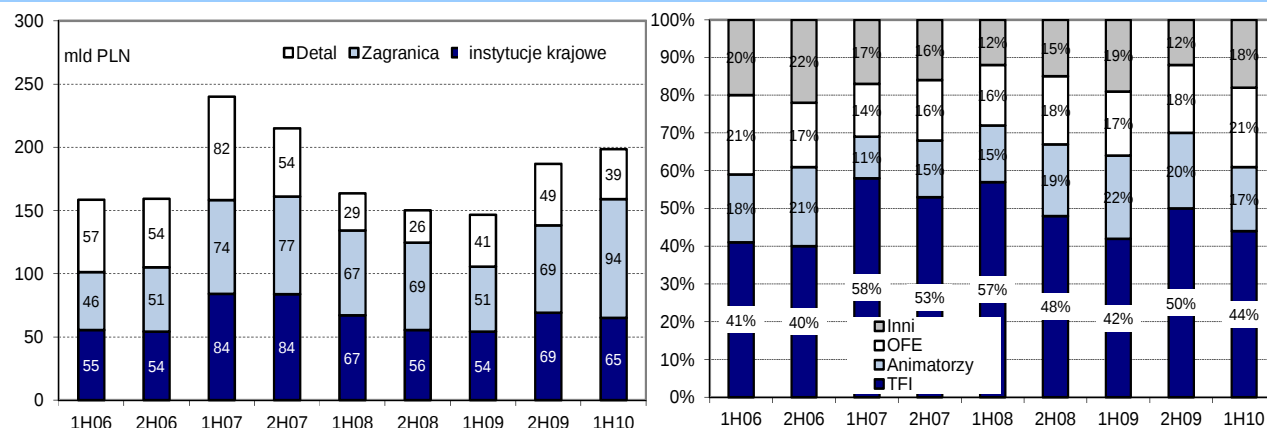
Popyt i podaż na GPW

- Oczekiwany dalszy wzrost aktywności inwestorów zagranicznych na GPW.
- Udział akcji w strukturze oszczędności gospodarstw domowych jest niski. Potencjał: 1% realokacji z depozytów na akcje to 9 mld PLN.
- Mniej pieniędzy w OFE, mniejsze zakupy akcji na rynku wtórnym i pierwotnym.
- Duża podaż akcji IPO/SPO.

W strukturze obrotów na GPW rośnie aktywność inwestorów zagranicznych przy relatywnie słabej aktywności krajowych inwestorów indywidualnych, w tym również poziomu wpłat środków do TFI. Ma to także przełożenie na różne stopy zwrotów z indeksów dużych i małych spółek (WIG20 +15%, SWIG80 +10% w 2010). W 1H2010 udział transakcji dokonywanych przez fundusze zagraniczne wzrósł do 47,4%, w stosunku do 36,1% w 2009 roku. W tym czasie udział krajowych instytucji zmniejszył się z 37,0% do 32,8%, co implikuje aktywność detalu na poziomie odpowiednio 26,9% i 19,9% (1H2010) udziału w łącznych obrotach. Czy ta struktura zmieni się w 2011 roku?

W 2011 udział inwestorów zagranicznych utrzyma się na wysokim poziomie, co wynika z rosnącego *free float* dużych spółek a tym samym rosnącej roli polskich *blue chips* w portfelach globalnych funduszy. W związku ze zmianami przygotowanymi przez rząd dla OFE (obniżenie składki), udział krajowego komponentu instytucjonalnego zapewne jeszcze się obniży, chociaż na drugie półrocze szansą dla grupy jest rosnący napływ środków do TFI (atrakcyjne stopy zwrotów w części akcyjnej przy spadającym ryzyku globalnej recesji pokazywanym w mediach). Potencjał krajowych inwestorów indywidualnych (w tym wpłaty do TFI) jest porównywalny z tym jaki objawił się w 2006-7 roku lub nawet większy. Zmiana alokacji oszczędności o 1 punkt procentowy z depozytów do akcji to 9 mld PLN. W 2007 roku depozyty stanowiły 46,3% oszczędności, obecnie 36%. Przez analogię do poprzednich cykli taka skala nie pojawi się jednak jeszcze przez kolejne dwa lata. Obecnie wpłaty do TFI dotyczą przede wszystkim funduszy obligacyjnych. Analizy on-line szacują, że wpłaty do funduszy akcyjnych w okresie styczeń-listopad 2010 wyniosły zaledwie 300 mln PLN, co stanowi tylko 0,03% oszczędności.

Struktura obrotów w rozbiciu na grupy inwestorów na rynku akcji GPW

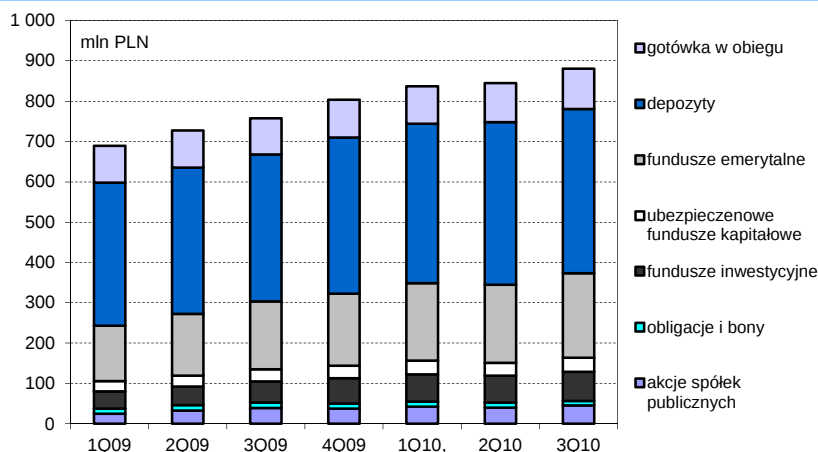


Źródło: GPW

Aktywność krajowych instytucji i detalu

Aktywność klientów indywidualnych a pośrednio również TFI to wypadkowa wielkości oszczędności i skłonności do lokowania ich w akcje. Na koniec września 2010 roku oszczędności gospodarstw domowych wzrosły do 880 mld PLN (+13,9% r/r), z czego 46,3% stanowiły depozyty a 11,4% gotówka w obiegu. Oszczędności zgromadzone w ramach OFE to 23,8% a TFI 8,2%. Akcje spółek zdeponowanych bezpośrednio na rachunkach w biurach maklerskich to 46 mld PLN (5,6%). Od początku roku oszczędności wzrosły o 77,6 mld PLN, co częściowo jest efektem również wzrostu wartości akcji.

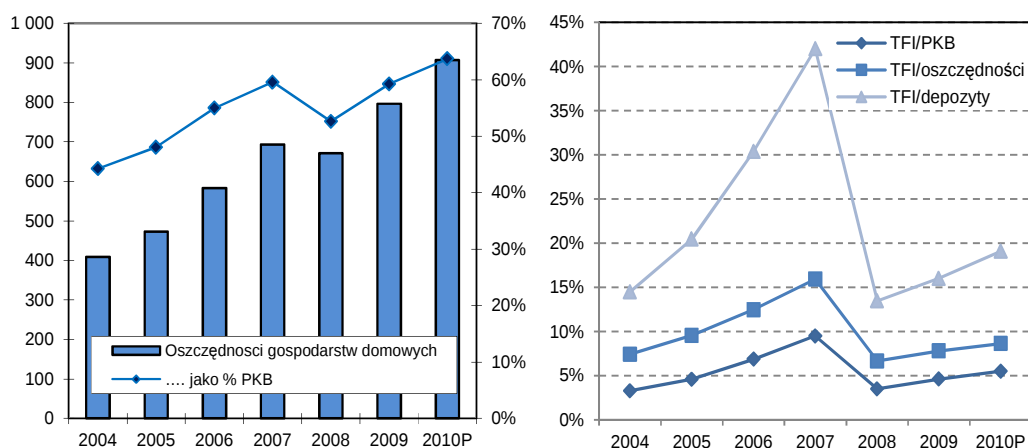
Struktura oszczędności gospodarstw domowych



Źródło: Analizy On-line

Zakładając że w 4Q oszczędności gospodarstw domowych powiększą się o kolejne 27 mld PLN (do 907 mld PLN), to ich udział w PKB2010 (1,42 bln PLN) wyniesie 63,7%. To najwyższy wskaźnik w historii Polski po roku '90 (w szczycie hossy w 2007 wynosił 59,6%). W wartościach nominalnych oszczędności są wyższe niż w 2007 roku o 214 mld PLN. Z punktu widzenia przyszłego potencjalnego popytu na akcje ważniejsze jest to, że w 2007 roku gospodarstwa domowe były już silnie zaangażowane na rynku kapitałowym. Obecnie można powiedzieć, że gospodarstwa domowe utrzymują „krótką pozycję” w akcjach, co jest efektem dotkliwych strat poniesionych w bessie i obecnie niskiej akceptacji ryzyka (biorąc pod uwagę, że media są pełne informacji o kryzysie w strefie Euro). Widać to m.in. na przykładzie danych z TFI i udziale aktywów ulokowanych w TFI w relacji do PKB, łącznych oszczędności i depozytów w ostatnich latach.

Oszczędności GD jako % PKB (l) i udział aktywów TFI (p)

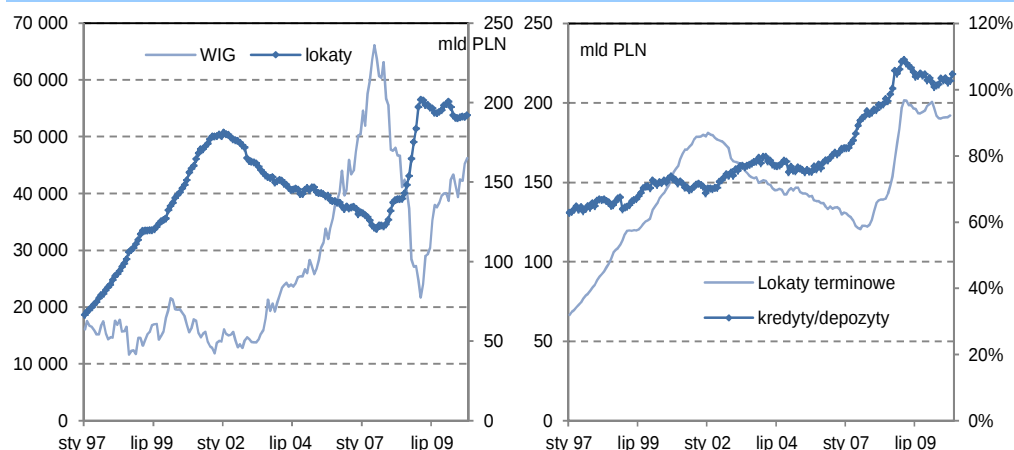


Źródło: Bloomberg

Lepszym agregatem potencjału jest poziom depozytów. Obecnie są one wyższe niż w roku 2007 o 147 mld PLN, tj. o 36%. Udział depozytów w oszczędnościach w 2007 wynosił 38% przy obecnych 46,3%. Dane te wskazują, że wzrost skłonności gospodarstw domowych do alokowania środków w akcje mógłby prowadzić do silnego napływu kapitału na GPW –

zapewne głównie w obszar małych i średnich spółek. Przy stałym poziomie oszczędności każdy 1 punkt procentowy zmiany alokacji z depozytów na akcje oznacza kwotę 9 mld PLN. W okresie hossy w TFI była to kwota 6 mld PLN. Czy skłonność do akceptacji ryzyka gospodarstw domowych wzrośnie? Jest kilka argumentów przemawiających za tym, że jeszcze nie w 2011 roku. Pierwszy to fakt, że nadal silne jest wspomnienie wysokich strat poniesionych w 2008 roku (większość osób zamknęła pozycje w 2008 roku i obecnie nie partycypuje w odrabianiu strat). Po bessie w 2000-01 roku musiało minąć 4 lata a indeks przebić poprzednie szczyty o 50%, żeby inwestorzy masowo powrócili do TFI. Drugi argument to sytuacja w bankach. W 2005/6 roku banki nadal dysponowały wysoką nadpłynnością (kredyty/depozyty 80%), co skłoniło je do agresywnej sprzedaży jednostek uczestnictwa w TFI – również jako produkt połączony z innymi usługami (kredyt hipoteczny). Obecnie relacja kredyty/depozyty dla całego systemu bankowego to 108%, co w tym kontekście obniża skłonność banków do agresywnego sprzedawania produktów inwestycyjnych.

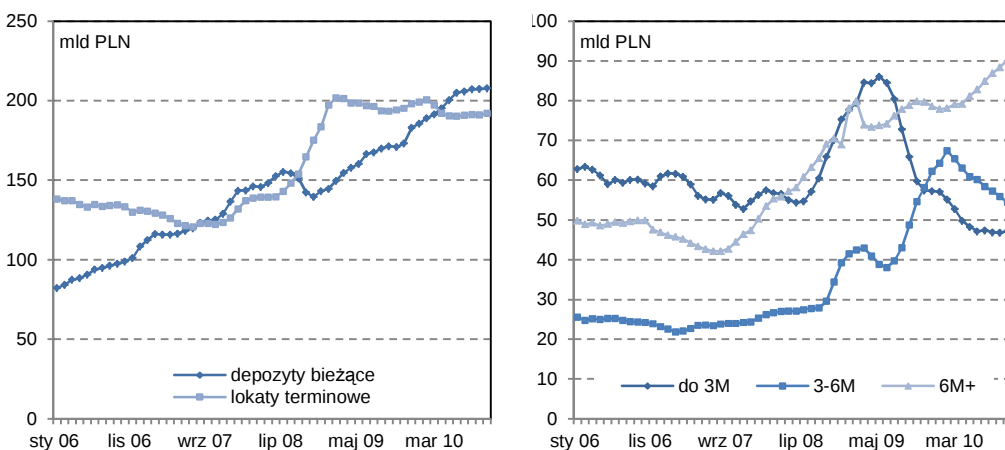
Lokaty terminowe gospodarstw domowych na tle WIG (l) i lokaty na tle wskaźnika kredyty/depozyty w bankach (p)



Źródło: NBP, GPW

W strukturze depozytów wyraźnie widać wzrost depozytów bieżących, co do skali odpowiada wzrostowi gospodarczemu (zahamowanie wzrostu w okresie kryzysu). To lokaty terminowe odzwierciedlają preferencje do lokowania oszczędności w zależności od poziomu akceptowanego ryzyka. Od początku 2009 ich poziom utrzymuje się w przedziale 190-200 mld PLN, co sugeruje, że obecnie: gospodarstwa domowe nie dokonują istotnej realokacji zgromadzonych środków i nowo kreowane oszczędności zasilały depozyty bieżące, są przeznaczone na konsumpcję, a także w mniejszej części trafiają na rynek kapitałowy. W przypadku lokat wyraźnie widać, że gospodarstwa domowe decydują się na wydłużenie terminu zapadania lokat - spadek wartości środków zgromadzonych na lokatach do 6 miesięcy pokrywa się ze wzrostem lokat dłuższych. Oznacza to, że środki te nie prędko trafią na GPW.

Lokaty w rozbiciu na okres zapadalności



Źródło: NBP, GPW

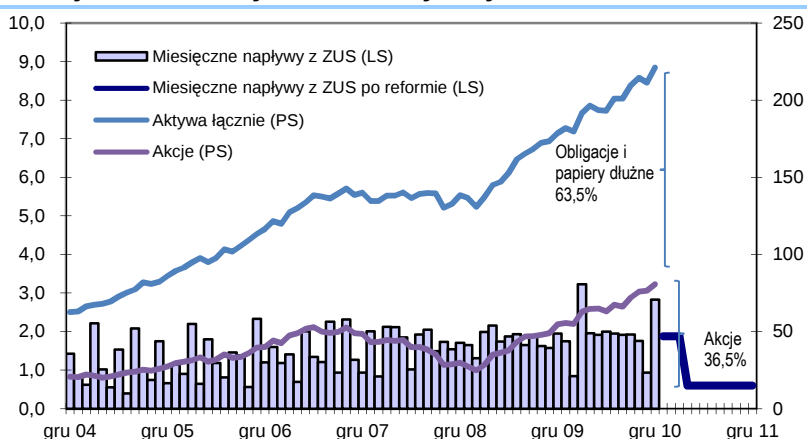
Zmiany w OFE

W 2010 roku ZUS przekazał do OFE 22,5 mld PLN (1,88 mld PLN średnio w miesiącu), z czego za ok. 18 mld PLN kupowały akcje (8 mld PLN na rynku wtórnym i 10 mld PLN w IPO/SPO). W efekcie dokonanych zakupów jak również wzrostu cen akcji udział tej klasy aktywów wzrósł na koniec grudnia do 36,5% z 30,6% przed rokiem. Tym samym fundusze istotnie zbliżyły się do ustawowego progu maksymalnego zaangażowania w akcje na poziomie 40%.

Kontrowersyjne propozycje zmiany systemu emerytalnego przedstawione przez Rząd pod koniec 2010 zakładają obniżenie składki przekazywanej do OFE z obecnych 7,3% do 2,3%. Pozostałe 5% trafi na indywidualne konta w ZUS. Od 2013 r. składka przekazywana do OFE będzie ulegać zwiększeniu, tak by w 2017 r. osiągnąć poziom 3,5%. Składki pozostawione w ZUS mają być waloryzowane o nominalny wzrost PKB albo o średnią stopę zwrotu z OFE.

Rząd chce również odliczenia od podstawy opodatkowania dobrowolnych składek przekazywanych do funduszy emerytalnych lub oszczędzanych w ramach IKE. Pracujący będą mogli dzięki temu odłożyć dodatkowo 2% wynagrodzenia od 2012 r. oraz docelowo 4% wynagrodzenia od 2017 r. Pieniądże te, po osiągnięciu wieku emerytalnego, będą zwolnione z podatku od zysków kapitałowych. Zapowiadane jest również uelastycznienie limitów inwestycyjnych OFE, lecz brakuje na ten temat szczegółowych informacji. Mówi się nawet o całkowitym zniesieniu limitów inwestycji w akcje. Prawdopodobne jest wprowadzenie subfunduszy w ramach OFE, co zwiększyłoby udział akcji w portfelach funduszy emerytalnych.

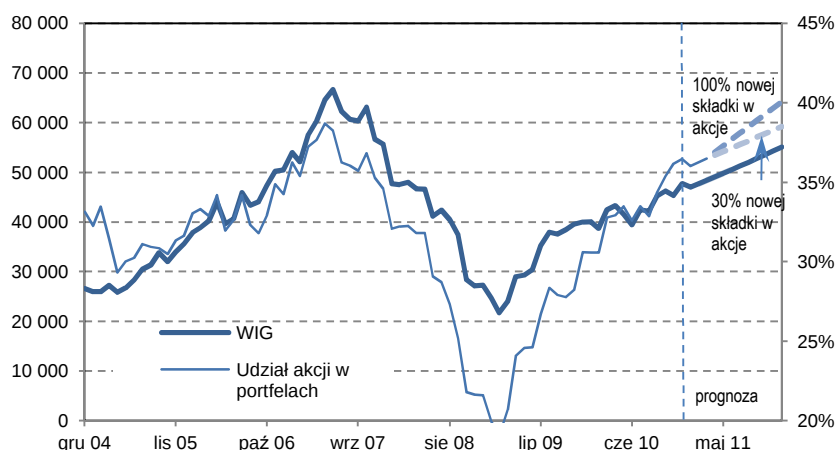
Aktywa OFE i miesięczna składka przekazywana przez ZUS po uwzględnieniu proponowanych zmian w systemie emerytalnym



Źródło: Analizy On-line, DI BRE Banku SA

Rząd planuje przygotować projekt ustawy do 20 stycznia br. i przedłożyć go do konsultacji społecznych w trybie 21-dniowym. W połowie lutego projekt powinien trafić do sejmu, natomiast same zmiany mogłyby wejść w życie 1 kwietnia 2011 r. Zmiany uzasadnia się potrzebą obniżania długu publicznego, tak by nie przekroczył poziomu 55% PKB. Rząd zakłada, że w wyniku reformy deficyt sektora finansów publicznych zmniejszy się o 0,8 pkt. proc. w 2011 r. oraz 1,1 pkt. proc. w 2012 r. W kolejnych latach oszczędności dla budżetu mają wynieść 0,9% PKB.

Wcześniej 10 grudnia 2010 r. Ministerstwo Finansów poinformowało o porozumieniu pomiędzy Polską a Komisją Europejską dotyczącym oceny kosztów reform emerytalnych. Na chwilę obecną stwierdzono potrzebę przyjęcia powszechnych reguł brania pod uwagę wydatków związanych z reformą emerytalną. Powinno to nastąpić w pierwszej połowie 2011 r. Porozumienie nie dotyczy zmian statystycznych w sposobie liczenia długu publicznego, lecz ma sprawić, że Komisja Europejska jak i Rada ECOFIN będą w ramach swoich decyzji uwzględniały inny charakter wydatków na reformę emerytalną.

Udział akcji w portfelach OFE z prognozą na 2011

Źródło: Analizy On-line

To ile środków będą mogły wydać na zakup akcji OFE zależy w dużej mierze od tego, czy Rząd zlikwiduje lub podwyższy 40% limit. Można tu budować liczne warianty. Poniżej przedstawiamy dwa, które opierają się na następujących założeniach:

- Rząd nie znosi limitu, WIG w br. wzrośnie o 15% (w symulacji 1,2% miesięcznie), a OFE:
 - wydają całą składkę (od kwietnia ok. 600 mln PLN miesięcznie, spadek z 1,88 mld PLN, do kwietnia alokacja 35%) na zakup akcji, to pod koniec roku (listopad, grudzień gdy WIG osiąga 55 tys. pkt) przekraczają dopuszczalny limit 40% i stają się stroną podażową, na zakup akcji mogą wyasygnować łącznie 7,4 mld PLN;
 - wydają 30% składki (pozostałe założenia bez zmian) na zakup akcji, to na koniec roku udział akcji w portfelach wynosi 38,5%, na zakup akcji mogą wyasygnować łącznie 3,6 mld PLN.

W obu przypadkach kwota przeznaczona na zakup akcji jest istotnie niższa niż wydana w roku 2010, w którym OFE alokowały średnio 80% składki (partycypacja w dużych ofertach Skarbu Państwa). Teoretycznie obliczone kwoty mogą być jeszcze zwiększone o odsetki od obligacji (6-7 mld PLN) oraz środki jakie fundusze będą miały z wygasających obligacji. Tu jednak konieczne są zmiany limitów. Bez ich zniesienia i pozytywnym scenariuszu dla akcji, środków będzie brakowało na rynek IPO/SPO lub na rynek wtórny.

Czynnikiem przemawiającym przeciw zniesieniu limitu może być obawa Skarbu, że przy obniżonej składce OFE mogą zaangażować się w akcje bardziej jedynie poprzez sprzedaż obligacji skarbowych. Z drugiej strony Skarb Państwa zamierza w br. przeprowadzić wtórną sprzedaż pakietów mniejszościowych takich spółek jak: PKO BP, PZU czy spółek energetycznych, co będzie wymagało również popytowego komponentu krajowego. Przy nadal niskich napływach do TFI, ograniczenie w tym względzie zdolności OFE stanowi problem.

Bezpośrednią i już widoczną konsekwencją projektu rządowego jest sprzedaż akcji *blue chips* przez inwestorów zagranicznych, którzy spodziewają się, że dotychczasowe premie w wycenie polskich spółek w stosunku do odpowiedników w regionie – wynikające m.in. z obecności OFE po stronie popytowej, zostaną zmniejszone.

Podaż nowych akcji – Skarb Państwa nadal aktywny, ale już nie dominujący

- **Zapowiedziane prywatne oferty IPO oraz podaż akcji ze strony Skarbu Państwa (sprzedaż pakietów spółek mniejszościowych, prywatyzacje) to ponad 25 mld PLN.**

W 2010 r. Warszawska Giełda była drugą pod względem liczby oraz wartości debiutów giełdowych w Europie, ustępując jedynie Grupie LSE. W całym roku zadebiutowało łącznie 112 spółek (26 na Rynku Podstawowym – wyłączając przejścia z NC – oraz 86 na New Connect). Łączna wartość IPO/SPO wyniosła 3,808 mld EUR z czego emisje PZU i Tauronu PE stanowiły 79% tej kwoty. Łącznie na koniec 2010 było notowanych 400 firm na Rynku Głównym oraz 185 na NC.

W 2010 r. o wartości nowych emisji akcji na warszawskim parkiecie decydowały przede wszystkim duże prywatyzacje. W 2011 r. Ministerstwo Skarbu Państwa planuje pozyskać z tego źródła 15 mld PLN. Część tej kwoty trafi do budżetu państwa w drodze publicznej emisji akcji. Najwcześniej w pierwszym kwartale 2011 może się pojawić w ofercie firma z sektora nieruchomości, powstała na bazie Towarzystwa Obrotu Nieruchomościami Agro i Dipservice o szacowanej wartości księgowej 0,5 mld PLN. Szykowana jest również oferta należącej do Lotosu firmy Petrobaltic, zajmującej się poszukiwaniami i eksploatacją złóż ropy i gazu. Należąca w całości do Skarbu Państwa spółka PKP może w drodze emisji akcji sprywatyzować swoje spółki córki: PKP Cargo, PKP Energetyka oraz Polskie Koleje Linowe. W 2011 na giełdzie zadebiutuje Bank Pocztowy, który planuje pozyskać z emisji około 320 mln PLN. Ma też nastąpić sprzedaż kontrolowanego przez Skarb Państwa pakietu 37,26% akcji Banku BGŻ. MSP sprzeda również mniejszościowe pakiety akcji w dwóch spółkach z sektora górniczego – Jastrzębska Spółka Węglowa oraz Węgłokoks. JSW chce wejść na giełdę w połowie 2011 r. Debiut Węgłokoksu – głównego eksportera węgla w Polsce – jest prawdopodobny dopiero w czwartym kwartale. Spółka podaje, że prawdopodobna jest zarówno nowa emisja akcji, jak i sprzedaż akcji przez Skarb Państwa.

Plany Ministerstwa Skarbu przewidują także kontynuację prywatyzacji PKO BP. Do 2013 r. na giełdę ma trafić połowa z kontrolowanych przez resort akcji tej spółki. Wartość rynkowa pakietu (40,99% Skarb Państwa oraz 10,25% BGK) wynosi obecnie około 26 mld PLN. MSP ma już gotowy plan sprzedaży akcji, lecz na razie nie chce informować, jak duży pakiet trafi na rynek w 2011 r. Obawy o dużą podaż ze strony MSP dotyczą też akcji PZU. Ministerstwo chce w ciągu najbliższych trzech lat ograniczyć swoje udziały do tzw. 25% plus, które zarówno w przypadku PZU, jak i PKO BP będą wystarczające, by zachować kontrolę korporacyjną nad spółką. W 2011 r. prawdopodobne jest zbycie 10-20% akcji PGE. Obecnie MSP posiada 69,2% udział w spółce i nie ma jednoznacznej decyzji, jak duży pakiet MSP zamierza zatrzymać. Możliwe, że będzie to 25%, podobnie, jak to jest w przypadku PKO BP i PZU. Resztówki kolejnej spółki energetycznej z indeksu WIG20, Tauronu PGE, wedle zapowiedzi MSP nie trafią na giełdę w 2011 r.

Na rynku wtórnym szykuje się emisja akcji spółki Ciech. Zostanie wprowadzonych do obrotu maksymalnie 23 mln akcji. Przy obecnej wycenie rynkowej oznaczałoby wartość około 780 mln PLN. Podwyższenie kapitału jest jednym z warunków powrotu MSP do prywatyzacji grupy.

Wybrane oferty akcji w roku 2011

Spółka	Sektor	Wartość emisji / sprzedaży pakietu	Termin debiutu
SKARB PAŃSTWA (mln PLN)			
PKO BP	Bankowość	5 100	2011
PZU	Ubezpieczenia	3 000	2011
PGE	Energetyka	4 200	2011
Agro i Dipservice	Nieruchomości		Q1 2011
Węgłokoks	Wydobycie i handel węglem		Q4 2011
Jastrzębska Spółka Węglowa	Wydobycie węgla	3 500	Q2/3 2011
Petrobaltic	Górnictwo naftowe/gazowe		2011
Trade Trans	Transport kolejowy		2011
PKP Energetyka	Transport kolejowy		2011
Polskie Koleje Linowe	Transport kolejowy		2011
Bank Pocztowy	Bankowość	320	2011
Bank BGŻ	Bankowość	860	2011
RYNEK PIERWOTNY (mln PLN)			
Łącznie oferty prywatne ok. 6,2 mld PLN			
BSC Drukarnia Opakowań	Papierniczy	52	04.01.2011
Taxus Fund	Doradztwo finansowe	10,5	04.01.2011
Izostal	Usługi dla przemysłu	62	11.01.2011
TMS Brokers	Finanse	100	Styczeń
Balticon	Transport kontenerowy		Styczeń
Selvita	Biotechnologia		Styczeń / luty 2011
Multikino	Rozrywka	100	Q1 2011
NWAI Dom Maklerski	Finanse	6,7	Q1 2011
Widok Energia	Energetyka odnawialna	Kilkanaście mln.	Q1 2011
Aviva Solutions Group	Usługi lotnicze	80	Q1 2011
Geo Alliance	Przemysł wydobywczy	750	Q1 2011
Electus Hipoteczny	Usługi finansowe	10	Q1 2011
Idea TFI	Fundusze inwestycyjne	28,5	Q1/2 2011
Benefit Systems	Usługi dla biznesu	50-80	Q1/2 2011
AVG	IT	1 000	2011
Black Red White	Meble	1 000	2011
Cargosped	Transport kolejowy		2011
Kolpolter	Dystrybucja prasy	100	2011
PGE Energia Odnawialna	Energia odnawialna	1 000	2011
Stock Spirits	Producent alkoholi	800	2011
Grempeco	Przemysł instalacyjny		2011
Spółka prywatna A	Przemysł instalacyjny	100	Q1/2 2011
Spółka prywatna B	Deweloper mieszkaniowy	50	Q2 2011
Spółka prywatna C	Przemysł lekki	150	Q2 2011
Spółka prywatna D	Usługi finansowe/ transport	200	Q2/3 2011
Spółka prywatna E	Przemysł instalacyjny	50	Q2/3 2011
Spółka prywatna F	Deweloper komercyjny	200	Q3 2011
Spółka prywatna G	Usługi transportowe	100	Q3/4 2011
Spółka prywatna H	Przemysł lekki	100	Q3/4 2011
Spółka prywatna I	Przemysł wydobywczy	50	Q3/4 2011
RYNEK WTÓRNY (mln PLN)			
NFI Midas	Telekom./Media	290	Q1 2011
Ciech	Chemia	Max. 780	Luty
R&C Union	Gastronomia	11	Q1/2 2011

Źródło: DI BRE Banku SA

Powyższe zestawienie zawiera zaledwie część ofert na rynku pierwotnym jakie zostaną przedstawione w tym roku inwestorom. Gros z nich nadal jest w fazie przygotowawczej a sama oferta objęta jest tajemnicą. Ponadto na rynek trafią kolejne spółki zagraniczne.

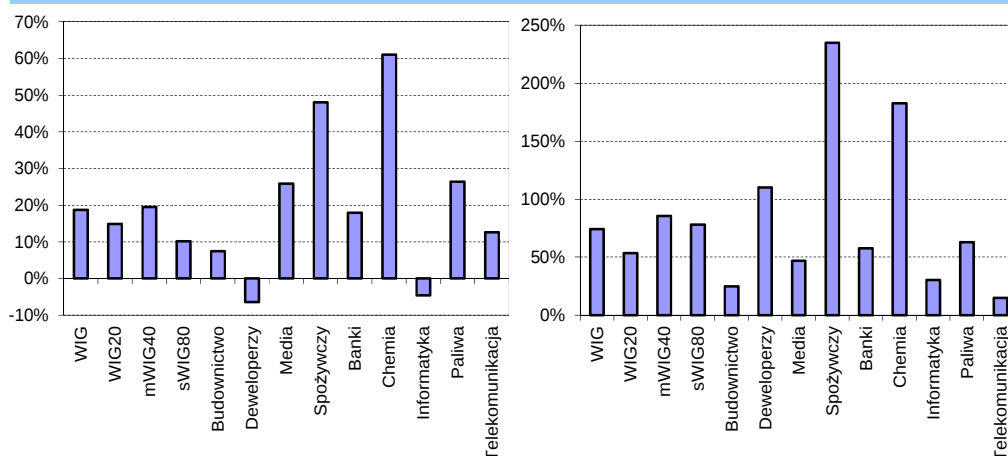
W pierwszym kwartale 2011 r. można oczekiwać przynajmniej kilkunastu debiutów na rynku New Connect, a wartość nowych emisji należałoby szacować na ponad 100 mln PLN. Istnieją też spółki, zgłaszające chęć migracji z NC na rynek główny Warszawskiej Giełdy (np. ATC Cargo).

Alokacja sektorowa

- **Pozytywny scenariusz dla akcji w całym roku z potencjałem wzrostu (15-20%).**
- **MWIG40 i SWIG80 lepsze niż WIG20.**
- **Zalecamy przeważanie: IT, banków, deweloperów, chemii oraz handlu, niedoważenie: surowców i budownictwa.**
- **Kupno akcji w IPO dobrą strategią inwestycyjną.**

W 2010 roku WIG20 osiągnął niższą stopę zwrotu niż indeks szeroki, głównie za sprawą średnich spółek (MWIG40), których indeks osiągnął najwyższą stopę zwrotu. Słabiej zachowywały się małe spółki wchodzące w skład SWIG80. W rozbiciu sektorowym najwyższą stopę zwrotu osiągnęły spółki surowcowe, chemiczne, spożywcze, paliwowe i media. Wymienione subindeksy pobiły WIG i WIG20. Banki i telekomunikacja osiągnęły stopę zwrotu zbliżoną do WIG20. Maruderami giełdy były branże: deweloperzy, IT i budownictwo.

Zachowanie się indeksów w 2010 roku (l) i w okresie 2010/08 (p)



Źródło: DI BRE Banku SA na podstawie Bloomberg

W naszej strategii pozytywne rekomendacje sektorowe, z wyjątkiem banków dotyczą branż reprezentowanych przez małe i średnie spółki, dlatego uważamy, że indeksy MWIG40 i SWIG80 będą zachowywały się lepiej niż indeks *blue chips* WIG20. Poniżej prezentujemy nasz pogląd na zachowanie się poszczególnych sektorów w 2011 roku.

Lepiej niż rynek

Najwyższy potencjał wzrostu w stosunku do naszych cen docelowych pozostawia IT. Ten rok może stać pod znakiem wzrostu inwestycji, na czym skorzystają również spółki informatyczne. Taki scenariusz już wyraźnie dyskontowany jest na rynku amerykańskim na przykładzie indeksu Nasdaq. Uważamy, że obecna wycena sektora na P/E 13,4x na 2011 nie uwzględnia w pełni blisko 30% R/R potencjału wzrostu zysków i rekomendujemy przeważanie akcji banków w portfelu w perspektywie całego roku. W naszej opinii, potencjał dostarczenia wyników przewyższających oczekiwania rynkowe nastąpi w drugiej połowie roku. Przeważanie zalecamy również w przypadku spółek chemicznych, dla których w pierwszej połowie roku spodziewamy się odbicia na wynikach po słabym 2010 roku (w drugim półroczu możliwy dalszy wzrost marż przy korekcie na surowcach i wyższych wolumenach) oraz spółek przemysłowych w pierwszym półroczu - w związku ze spodziewaną kontynuacją ożywienia w przemyśle. Oczekujemy, że po dobrej drugiej połowie roku 2010 spółki optymistycznie będą przedstawiały swoje oczekiwania na bieżący rok. Dalszy wzrost sprzedaży detalicznej i wystąpienie dźwigni operacyjnej (wreszcie wzrost sprzedaży na m2) będzie pomagać sektorowi handel. Zwracamy jednak uwagę, że druga połowa roku jest zdecydowanie lepsza dla spółek z sektora pod względem sprzedaży i wyników. Dobre wyniki z 1H 2011 powinny się przełożyć na wyższe wyceny w oczekiwaniu na 4Q 2011. Największym rozczarowaniem roku była branża deweloperów. W br. oczekujemy, że poprawiająca się sprzedaż mieszkań i wizja dużo lepszych wyników 2012 pozwolą sektorowi nadrobić stracony 2010 rok.

Neutralna pozycja

W przypadku sektora paliwowego oczekujemy, że pierwsza połowa roku będzie słabsza biorąc pod uwagę oczekiwaną korektę na surowcach i rozczarowania na wynikach wobec wysokich oczekiwań. Drugie półrocze przy tańszej ropie i kontynuacji ożywienia, a więc szansa na wzrost marż. Dla energetyki cały rok będzie stał pod znakiem potencjalnej podaży akcji od

MSP. Szansę na wzrosty cen energii widzimy w drugim półroczu. Potencjał wzrostu akcji telekomów zgodny ze wzrostem całego rynku, głównie w oparciu o akcje TPSA.

Słabiej niż rynek

Zalecamy pozbywanie się akcji spółek opierających wzrosty na hossie surowcowej, która naszym zdaniem ma podłoże spekulacyjne i zakończy się wraz z zacieśnieniem polityki monetarnej (niewielki upside, potencjalny spadek powyżej 30%). W br. spodziewamy się niewielki ilości nowych dużych kontraktów dla największych spółek budowlanych (koniec zamówień dotyczących dróg) a stare są już w cenach, dlatego uważamy że branża będzie zachowywała się słabiej niż rynek. Wyjątek powinny stanowić wybrane spółki małe i średnie.

Rekomendacja inwestycyjna dla poszczególnych sektorów

Sektor	Rekomendacja sektorowa	
	Pierwsza połowa roku	Całoroczna
METALE	Neutralnie	Niedoważaj
BANKI	Neutralnie	Przeważaj
MEDIA	Neutralnie	Neutralnie
IT	Przeważaj	Przeważaj
PALIWA	Niedoważaj	Neutralnie
ENERGETYKA	Neutralnie	Neutralnie
CHEMIA	Przeważaj	Przeważaj
TELEKOMUNIKACJA	Neutralnie	Neutralnie
BUDOWNICTWO	Niedoważaj	Niedoważaj
DEWELOPERZY	Przeważaj	Przeważaj
HANDEL	Neutralnie	Przeważaj
PRZEMYSŁ	Przeważaj	Neutralnie

Źródło: DI BRE Banku SA

Duży napływ nowych spółek na GPW przy jednoczesnym ograniczeniu dostępnych środków ze strony OFE powinien skutkować dużą presją na wyceny w trakcie ofert publicznych. Oznacza to, że spółki które zdecydują się na ofertę będą musiały zaoferować ponadprzeciętne (w ujęciu historycznym ok. 15%) dyskonto do wyceny czy spółek już notowanych. Selekcja tego typu ofert powinna dać w br. wyższą stopę zwrotu niż zakładany wzrost indeksów.

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

Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Wzrost / Spadek	P/E 2010	P/E 2011	EV/EBITDA 2010	EV/EBITDA 2011
Banki										
BZ WBK	Trzy maj	2011-01-18	213,50	219,00	213,50	2,6%	16,8	14,8		
GETIN	Akumuluj	2011-01-17	11,75	12,70	11,91	6,6%	21,9	13,1		
HANDLOWY	Trzy maj	2011-01-18	93,00	94,00	93,00	1,1%	16,3	13,5		
ING BSK	Trzy maj	2011-01-18	840,50	850,00	840,50	1,1%	14,2	12,2		
KREDYT BANK	Akumuluj	2011-01-18	15,44	17,40	15,44	12,7%	24,1	12,6		
MILLENNIUM	Trzy maj	2011-01-18	4,90	4,80	4,90	-2,0%	19,6	13,4		
PEKAO	Redukuj	2011-01-18	170,00	155,00	170,00	-8,8%	17,2	14,5		
PKO BP	Kupuj	2011-01-18	41,30	48,00	41,30	16,2%	16,2	12,3		
Ubezpieczyciele										
PZU	Akumuluj	2010-12-13	360,50	390,00	348,00	12,1%	13,3	12,1		
Paliwa, Chemia										
CIECH	Kupuj	2010-08-23	28,27	34,50	32,29	6,8%	10,3	9,8	6,3	4,9
LOTOS	Sprzedaj	2011-01-18	38,49	28,40	38,49	-26,2%	6,6	9,9	9,9	6,1
PGNiG	Kupuj	2010-12-03	3,61	4,40	3,46	27,2%	10,6	11,8	6,0	5,9
PKN ORLEN	Redukuj	2010-12-03	46,49	40,70	48,20	-15,6%	9,7	10,8	6,4	6,8
POLICE	Sprzedaj	2010-12-03	6,95	5,50	11,00	-50,0%	-	31,9	16,8	9,5
ZA PUŁAWY	Akumuluj	2011-01-14	98,00	106,10	110,00	-3,5%	25,5	9,3	10,5	4,9
Energetyka										
CEZ	Trzy maj	2010-11-29	124,50	129,50	134,90	-4,0%	9,3	10,0	7,0	7,3
ENEA	Redukuj	2010-12-03	23,50	21,43	23,04	-7,0%	15,5	15,0	5,8	6,3
PGE	Kupuj	2010-09-13	23,78	26,73	22,80	17,2%	13,6	11,3	6,3	5,8
TAURON	Kupuj	2010-09-13	5,56	8,87	6,55	35,4%	12,7	12,5	4,7	4,7
Telekomunikacja										
NETIA	Trzy maj	2011-01-18	5,15	5,40	5,15	4,9%	26,7	18,3	4,8	4,2
TPSA	Akumuluj	2010-12-01	16,17	17,60	16,15	9,0%	129,6	16,8	5,5	4,6
Media										
AGORA	Akumuluj	2011-01-03	26,10	28,90	25,00	15,6%	18,9	18,7	7,4	6,2
CINEMA CITY	Trzy maj	2011-01-18	42,35	42,90	42,35	1,3%	19,4	15,9	10,2	8,8
CYFROWY POLSAT	Trzy maj	2010-12-17	17,30	15,30	15,01	1,9%	14,7	14,0	9,7	8,8
TVN	Trzy maj	2010-11-29	16,50	16,50	16,75	-1,5%	22,0	18,6	12,6	10,5
IT										
AB	Akumuluj	2011-01-18	25,42	27,60	25,42	8,6%	11,3	11,4	8,0	8,4
ACTION	Akumuluj	2011-01-18	16,65	18,16	16,65	9,1%	11,8	8,9	8,4	6,6
ASBIS	Akumuluj	2011-01-18	3,80	4,32	3,80	13,7%	15,1	9,2	6,8	5,5
ASSECO POLAND	Kupuj	2010-08-31	55,00	65,30	55,30	18,1%	10,6	11,2	6,9	6,3
COMARCH	Trzy maj	2011-01-18	88,95	88,00	88,95	-1,1%	20,5	16,4	11,3	7,0
KOMPUTRONIK	Akumuluj	2011-01-18	9,03	10,12	9,03	12,1%	23,7	12,7	8,4	6,0
SYGNITY	Kupuj	2011-01-18	17,56	18,30	17,56	4,2%	-	801,5	11,3	6,2
Górnictwo i Metale										
KGHM	Sprzedaj	2011-01-18	176,80	145,00	176,80	-18,0%	7,8	11,5	5,3	7,4
LW BOGDANKA	Kupuj	2010-11-09	105,90	125,90	110,60	13,8%	17,6	14,6	9,1	6,9
Przemysł										
ASTARTA	Sprzedaj	2011-01-18	101,00	63,60	101,00	-37,0%	6,2	8,7	1,4	1,2
CENTRUM KLIMA	Trzy maj	2011-01-18	16,00	16,90	16,00	5,6%	17,8	11,7	12,5	8,1
CERSANIT	Redukuj	2011-01-18	11,30	10,40	11,30	-8,0%	13,4	18,8	11,2	9,7
FAMUR	Sprzedaj	2011-01-18	2,85	2,30	2,85	-19,3%	16,5	17,6	9,8	8,7
IMPXMETAL	Kupuj	2010-11-18	4,10	5,10	4,45	14,6%	12,6	10,9	7,7	6,7
KERNEL	Trzy maj	2011-01-18	78,80	79,10	78,80	0,4%	11,1	9,0	7,8	6,6
KĘTY	Trzy maj	2011-01-18	126,50	125,50	126,50	-0,8%	13,5	12,3	7,8	7,0
KOPEX	Redukuj	2011-01-18	17,40	15,90	17,40	-8,6%	48,3	15,7	10,7	7,7
MONDI	Trzy maj	2011-01-18	77,80	80,00	77,80	2,8%	18,5	11,2	10,1	8,0
Budownictwo										
BUDIMEX	Redukuj	2011-01-17	103,20	91,50	102,00	-10,3%	12,7	13,2	7,2	9,3
ELEKTROBUDOWA	Trzy maj	2010-12-03	161,00	165,70	168,00	-1,4%	16,2	14,6	10,7	9,6
ERBUD	Trzy maj	2010-11-05	53,80	54,10	54,00	0,2%	13,2	13,6	9,4	8,9
MOSTOSTAL WAR.	Akumuluj	2010-12-03	60,50	66,10	53,70	23,1%	13,5	14,3	6,8	6,8
PBG	Redukuj	2010-11-05	226,00	194,00	210,00	-7,6%	14,0	13,6	9,8	9,7
POLIMEX MOSTOSTAL	Akumuluj	2011-01-18	3,86	4,20	3,86	8,8%	16,2	14,1	8,5	7,8
RAFAKO	Akumuluj	2010-09-03	12,80	13,70	12,65	8,3%	17,1	14,6	9,3	7,3
TRAKCJA POLSKA	Trzy maj	2010-05-06	4,14	4,16	3,90	6,7%	15,0	13,1	7,9	6,5
ULMA CP	Trzy maj	2010-11-05	83,80	85,90	84,40	1,8%	41,6	13,3	5,7	4,4
UNIBEP	Trzy maj	2010-12-03	9,94	9,30	9,65	-3,6%	14,5	16,4	10,9	11,8
ZUE	Kupuj	2010-11-24	14,50	19,30	14,35	34,5%	18,4	10,9	7,6	5,8
Deweloperzy										
BBi DEVELOPMENT	Kupuj	2010-11-10	0,45	0,55	0,46	19,6%	10,8	10,3	13,2	11,5
DOM DEVELOPMENT	Kupuj	2011-01-07	41,49	54,40	46,30	17,5%	25,5	13,8	17,4	12,7
GTC	Trzy maj	2010-11-05	23,10	23,90	24,35	-1,8%	7,5	7,8	9,6	8,9
J.W.C.	Akumuluj	2011-01-18	14,50	16,30	14,50	12,4%	8,2	8,1	7,7	7,3
PA NOVA	Kupuj	2011-01-07	30,89	40,40	32,98	22,5%	16,9	15,7	14,0	15,7
POLNORD	Kupuj	2011-01-07	32,20	43,50	33,30	30,6%	15,2	12,5	39,8	15,8
ROBYG	Kupuj	2011-01-07	1,86	2,59	1,89	37,0%	15,7	13,6	16,3	16,0
Handel										
EMPERIA	Zawieszona	2010-10-05	99,50	-	103,80	-	-	-	-	-
EUROCASH	Akumuluj	2011-01-17	33,70	37,40	33,70	11,0%	44,3	36,2	22,5	19,5
LPP	Akumuluj	2010-12-03	2 140,00	2 300,00	2 032,00	13,2%	23,0	16,4	12,2	9,3
NG2	Trzy maj	2010-12-03	62,50	62,70	63,30	-0,9%	19,2	16,7	15,4	11,8
VISTULA	Redukuj	2010-12-14	2,21	2,10	2,31	-9,1%	42,6	24,9	10,7	9,7

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Agora	Akumuluj	Trzymaj	28,90	2011-01-03
Budimex	Redukuj	Redukuj	91,50	2011-01-17
Dom Development	Kupuj	Kupuj	54,40	2011-01-07
Eurocash	Akumuluj	Zawieszona	37,40	2011-01-17
Getin	Akumuluj	Trzymaj	12,70	2011-01-17
J.W.C.	Trzymaj	Trzymaj	16,30	2011-01-07
PA Nova	Kupuj		40,40	2011-01-07
Polnord	Kupuj	Kupuj	43,50	2011-01-07
Robyg	Kupuj		2,59	2011-01-07
ZA Puławy	Akumuluj	Trzymaj	106,10	2011-01-14

Zmiany rekomendacji w Strategii

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
BZ WBK	Trzymaj	Trzymaj	219,00	2011-01-18
AB	Akumuluj	Akumuluj	27,60	2011-01-18
Action	Akumuluj	Trzymaj	18,16	2011-01-18
Asbis	Akumuluj	Akumuluj	4,32	2011-01-18
Astarta	Sprzedaj	Sprzedaj	63,60	2011-01-18
Centrum Klima	Trzymaj	Trzymaj	16,90	2011-01-18
Cersanit	Redukuj	Redukuj	10,40	2011-01-18
Cinema City	Trzymaj	Trzymaj	42,90	2011-01-18
Comarch	Trzymaj	Trzymaj	88,00	2011-01-18
Famur	Sprzedaj	Redukuj	2,30	2011-01-18
Handlowy	Trzymaj	Trzymaj	94,00	2011-01-18
ING BSK	Trzymaj	Trzymaj	850,00	2011-01-18
J.W.C.	Akumuluj	Trzymaj	16,30	2011-01-18
Kernel	Trzymaj	Kupuj	79,10	2011-01-18
Kęty	Trzymaj	Trzymaj	125,50	2011-01-18
KGHM	Sprzedaj	Redukuj	145,00	2011-01-18
Komputronik	Akumuluj	Trzymaj	10,12	2011-01-18
Kopex	Redukuj	Redukuj	15,90	2011-01-18
Kredyt Bank	Akumuluj	Trzymaj	17,40	2011-01-18
Lotos	Sprzedaj	Redukuj	28,40	2011-01-18
Millennium	Trzymaj	Redukuj	4,80	2011-01-18
Mondi	Trzymaj	Trzymaj	80,00	2011-01-18
Netia	Trzymaj	Trzymaj	5,40	2011-01-18
Pekao	Redukuj	Sprzedaj	155,00	2011-01-18
PKO BP	Kupuj	Akumuluj	48,00	2011-01-18
Polimex Mostostal	Akumuluj	Trzymaj	4,20	2011-01-18
Sygnity	Kupuj	Kupuj	18,30	2011-01-18

Statystyka rekomendacji

Wszystkie						Dla emitentów związanych z DI BRE Bankiem S.A.				
Statystyka	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
liczba	5	10	21	15	14	0	2	9	9	10
procent	7,7%	15,4%	32,3%	23,1%	21,5%	0,0%	6,7%	30,0%	30,0%	33,3%

Sektor finansowy

- **Poprawiająca się sytuacja ekonomiczna kraju będzie wspierać wyniki sektora finansowego. Oczekujemy, że tempo zysków banków z 2010 na poziomie ok. 30% zostanie utrzymane w 2011, a rentowność kapitałów własnych wzrośnie z 13,3% do 15,4%.**
- **Środowisko rosnących stóp procentowych będzie wspierać dalszą odbudowę marży odsetkowej, co przy utrzymaniu tempa wzrostu bilansu na poziomie blisko 10% przełoży się na dwucyfrowy wzrost wyniku odsetkowego sektora bankowego.**
- **Poprawiająca się sytuacja na rynku pracy ze spadającą stopą bezrobocia oraz rosnącymi płacami będzie skutkować stabilizacją w jakości portfela kredytowego banków, a w konsekwencji poprawiającym się kosztem ryzyka i spadającym saldem rezerw.**
- **W przeciwieństwie do 2010, spadek kosztu ryzyka będzie odgrywał większą rolę z punktu widzenia momentum zysków niż poprawa marży odsetkowej.**
- **Ryzykiem co do tempa poprawy rentowności sektora pozostaje obszar zmian regulacyjnych, w tym kwestia dodatkowego opodatkowania.**
- **W sektorze ubezpieczeniowym oczekujemy dalszych podwyżek cen polis komunikacyjnych, co zacznie stopniowo przekładać się na poprawę wskaźników szkodowości oraz wyniku technicznego w ubezpieczeniach majątkowych i osobowych.**

Kluczowe rekomendacje: PKO BP (Kupuj), PZU (Akumuluj), Kredyt Bank (Akumuluj), Getin Holding (Akumuluj)

Oczekujemy, że poprawiająca się sytuacja ekonomiczna kraju będzie pozytywnie przekładać się na wyniki finansowe sektora finansowego. Uważamy, że przyspieszenie tempa wzrostu PKB z 3,7% w 2010 do 4,2% w 2011 pozwoli na 10-11% tempo wzrostu rynku depozytów i kredytów. Chociaż oczekujemy, że znaczące przyspieszenie inwestycji w gospodarce (do +10% w 2011 względem +2,2% w 2010) przełoży się na ożywienie na rynku kredytów korporacyjnych (+11%), w naszej opinii kredyty mieszkaniowe pozostaną najszybciej rosnącym segmentem rynku (+14%). Z drugiej strony uważamy, że zarówno rosnące płace jak i spadające bezrobocie będzie wspierać wzrost rynku depozytów detalicznych (+11%). Prognozujemy, że środowisko rosnących stóp procentowych (+75pb. na stopie referencyjnej do 4,25% na koniec 2011) przełoży się na dalszą poprawę marży depozytowej banków, a w konsekwencji na wzrost marży odsetkowej banków. W końcu oczekujemy, że poprawiająca się sytuacja na rynku pracy wpłynie na stabilizację w zakresie jakości kredytów i na dalszy spadek salda rezerw. Prognozujemy, że dalszy wzrost wskaźnika udziału kredytów z utratą wartości dla kredytów detalicznych zostanie zneutralizowany przez poprawę jakości kredytów korporacyjnych.

Prognozujemy, że sektor bankowy będzie w stanie utrzymać tempo wzrostu zysku netto z 2010 na poziomie ok. 30%, chociaż będzie to wynikać z inaczej rozłożonych akcentów. Oczekujemy, że w przeciwieństwie do 2010 większy wpływ na wzrost zysków będą miały spadające saldo rezerw niż rosnący wynik odsetkowy. Spodziewamy się, że skumulowana marża odsetkowa dla banków przez nas analizowanych wzrośnie o 12pb. (do 3,39% względem +38pb. w 2010) co przełoży się na 12% wzrost wyniku odsetkowego. Uważamy, że koszt ryzyka spadnie o 37pb. (do 100pb. względem -24pb. w 2010) a saldo rezerw o 19%.

Oczekujemy, że w ciągu 2011 roku zostaną wprowadzone kolejne regulacje i zalecenia, które mogą być potencjalnym zagrożeniem dla tempa rozwoju sektora finansowego. Oczekujemy publikacji nowelizacji rekomendacji S, tzw. rekomendacji S kwadrat, która będzie miała kluczowy wpływ na dalszy rozwój rynku kredytów hipotecznych w Polsce. Jej celem będzie ograniczenie sprzedaży walutowych kredytów mieszkaniowych dla klientów indywidualnych. Chociaż będzie to sprzyjać stabilizacji sektora finansowego w długim terminie uważamy, że w krótkim może mieć negatywny wpływ na tempo wzrostu rynku kredytów. W obecnej chwili nie możemy wykluczyć sytuacji, w której KNF zdecyduje się na całkowity zakaz sprzedaży tych produktów. Ponadto uważamy, że regulator będzie podejmował kroki w celu uporządkowania rynku produktów inwestycyjnych i ubezpieczeniowych w dużej części dystrybuowanych przez banki. Wprowadzenie obowiązkowych standardów informacyjnych może mieć negatywny wpływ na wysokość prowizji pobieranych w momencie sprzedaży produktu. W końcu nie możemy wykluczyć, że pomimo podwojenia opłaty ponoszonej przez banki na rzecz BFG rząd powróci do projektu wprowadzenia nowych obciążeń podatkowych dla sektora finansowego.

Rok 2011 w sektorze ubezpieczeń będzie stał pod znakiem poprawy rentowności ubezpieczeń komunikacyjnych i poprawy wyniku technicznego ubezpieczeń majątkowych i osobowych. Spodziewamy się, że podwyżki cen polis rozpoczęte w 2010 będą kontynuowane, co z jednej strony będzie wspierać wzrost składki, a z drugiej wpływać pozytywnie na wskaźnik szkodowości. Sądzymy, że PZU, które jako jedno z pierwszych wprowadziło podwyżki cen, będzie naturalnym beneficjentem tych trendów.



BZ WBK (Trzymaj)

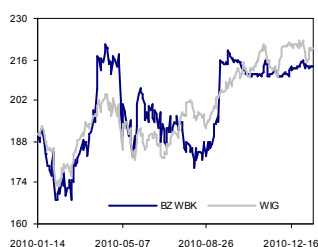
Cena bieżąca: 213,5 PLN Cena docelowa: 219 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(m ln PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	1 563,2	1 792,8	14,7%	1 811,4	1,0%	1 980,0	9,3%	Liczba akcji (mln)	73,1
Marża odsetkow a	2,8%	3,3%		3,2%		3,2%		MC (cena bieżąca)	15 601,7
WNDB	3 239,4	3 452,7	6,6%	3 512,9	1,7%	3 749,4	6,7%	Free float	29,6%
Wynik operacyjny*	1 644,4	1 716,9	4,4%	1 697,3	-1,1%	1 926,7	13,5%		
Zysk brutto	1 163,0	1 298,4	11,6%	1 401,5	7,9%	1 773,9	26,6%		
Zysk netto	886,2	931,1	5,1%	1 057,7	13,6%	1 354,8	28,1%		
ROE	16,3%	14,9%		15,2%		17,4%		Zmiana ceny: 1m	0,5%
P/E	17,6	16,8		14,8		11,5		Zmiana ceny: 6m	9,5%
P/BV	2,6	2,4		2,1		1,9		Zmiana ceny: 12m	10,7%
DPS	0,0	4,0		4,5		5,8		Max (52 tyg.)	220,9
Dyid (%)	0,0	1,9		2,1		2,7		Min (52 tyg.)	168,1

* przed kosztami rezerw



Podtrzymujemy naszą neutralną rekomendację na BZ WBK, wyznaczając 9-miesięczną cenę docelową na 219,0 PLN, czyli na poziomie ceny wezwania (226,9 PLN) zdyskontowanej kosztem kapitału o cztery miesiące. Uważamy, że kurs akcji w pierwszej połowie roku będzie zachowywał się stabilnie, podążając do zapowiedzianej ceny wezwania. Zakładamy, że czynnikami, które znacząco mogą wpłynąć na notowania banku w drugiej połowie roku, będą strategia oraz perspektywy rozwoju banku zaprezentowane przez Santander, nowego właściciela. Choć obecnie BZ WBK jest wyceniany z 13% premią na 2011 P/E do średniej dla spółek porównywalnych, sądzymy, że uwaga inwestorów będzie skupiona wokół procesu zmiany akcjonariusza dominującego.

Rok pod znakiem przejmowania kontroli przez Santander

We wrześniu AIB ogłosiło, że zgodziło się sprzedać swój pakiet kontrolny w BZ WBK (70,36%) Santanderowi za 11 666 mln PLN, czyli 226,9 PLN za akcję. Zgodnie z postanowieniami stron, transakcja zostanie przeprowadzona w formie wezwania do sprzedaży 100% akcji BZ WBK, w ramach którego AIB sprzeda swój pakiet na rzecz Santander. Zgodę na przeprowadzenie transakcji wydali już akcjonariusze AIB (w listopadzie) oraz Komisja Europejska (w grudniu). Obecnie nabywca oczekuje na aprobatę KNF, aby sfinalizować transakcję. Mając na uwadze, że wniosek do KNF został złożony w połowie października, spodziewamy się, że postępowanie zakończy się pozytywnie w 2Q 2011.

Oczekujemy, że BZ WBK będzie rozwijał się wolniej niż rynek

Sądzymy, że w szczególności pierwsza połowa roku może być wyzwaniem dla BZ WBK pod względem rozwoju wyników biznesowych. W naszej opinii związane to będzie z niepewnością wokół procesu zmiany właściciela. Prognozujemy, że po dwóch latach nominalnego kurczenia się zarówno portfela kredytowego jak i bazy depozytowej, w 2011 BZ WBK będzie w stanie dostarczyć wzrostu (+8 R/R dla kredytów i +7% dla depozytów). Niemniej jednak, będą to wzrosty poniżej średniej dla rynku. Zakładamy, że udział rynkowy w depozytach ogółem spadnie do 5,5% (względem 7,3% na koniec 2008), a w kredytach do 4,8% (względem 5,8% na koniec 2008). Oczekujemy, że przez cały 2011 bank będzie pozostawał nadpłynny, ze wskaźnikiem kredyty/depozytów na poziomie poniżej 90%. Spodziewamy się, że przyspieszenie rozwoju i odzyskiwanie udziałów rynkowych może nastąpić pod koniec roku i dalej w 2012.

Marża odsetkowa pod presją marży na kredytach kredytowych

Uważamy, że w 2011 BZ WBK nie będzie w stanie utrzymać marży odsetkowej wygenerowanej w 2010 na poziomie 3,30%. Choć oczekujemy, że wzrost rynkowych stóp procentowych będzie wspierał marżę depozytową banku, w naszej opinii presja na marżę kredytową będzie znacząca. Oczekujemy, że największy ubytek na marży dotknie kredyty korporacyjne, a BZ WBK ma największy udział tych kredytów w portfelu wśród banków przez nas analizowanych (67%). Prognozujemy, że marża odsetkowa zawęzi się o 9pb. R/R do 3,21%, co przełoży się na marginalny wzrost wyniku odsetkowego (tylko +1% R/R).

Oczekujemy poprawy jakości portfela kredytowego już w 2011

Prognozujemy, że BZ WBK będzie drugim bankiem po Handlowym (wśród banków przez nas analizowanych), który wykaże największe tempo poprawy wskaźnika kredytów z utratą wartości. Wynika to z bardziej optymistycznych założeń dla kredytów korporacyjnych niż detalicznych (a udział kredytów korporacyjnych w portfelu BZ WBK wynosi aż 67%). Prognozujemy, że udział kredytów z utratą wartości ogółem w BZ WBK spadnie na koniec 2011 do 5,9% z 6,1% na koniec 2010. Przy założeniu, że wskaźnik pokrycia poprawi się z 65% do 75%, szacujemy, że w tym roku koszt ryzyka spadnie o 39pb. R/R do 84pb. W konsekwencji prognozujemy 29% spadek salda rezerw.



Getin (Akumuluj)

Cena bieżąca: 11,91 PLN Cena docelowa: 12,7 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-17

(m ln PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	977,5	1 258,4	28,7%	1 635,0	29,9%	1 959,9	19,9%	Liczba akcji (mln)	713,8
Marża odsetkow a	2,9%	3,2%		3,5%		3,7%		MC (cena bieżąca)	8 501,2
WNDB	2 094,4	2 440,9	16,5%	2 862,3	17,3%	3 288,4	14,9%	Free float	44,3%
Wynik operacyjny*	1 199,9	1 481,8	23,5%	1 745,8	17,8%	2 011,9	15,2%		
Zysk brutto	357,5	428,1	19,7%	874,4	104,3%	1 132,1	29,5%		
Zysk netto	276,0	387,4	40,3%	652,4	68,4%	850,0	30,3%		
ROE	7,4%	9,6%		14,1%		15,6%		Zmiana ceny: 1m	4,2%
P/E	30,8	21,9		13,2		10,2		Zmiana ceny: 6m	18,2%
P/BV	2,2	2,0		1,7		1,5		Zmiana ceny: 12m	-14,9%
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	11,9
Dyld (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	8,7

* przed kosztami rezerw



Sądzimy, że w 2011 Getin Holding ma największy wśród banków przez nas analizowanych potencjał poprawy marży odsetkowej. W naszej opinii rosnące rynkowe stopy procentowe pomogą obniżyć koszt finansowania. Zwracamy uwagę, że aż 52% bazy depozytowej stanowią depozyty z terminem zapadalności powyżej 3 miesięcy, co oznacza, że bank będzie je odnawiał z opóźnieniem. Ponadto uważamy, że w tym roku portfel kredytów konsumpcyjnych będzie wymagał znacznie mniejszego obrezerwowania, co pomoże znacząco obniżyć koszt ryzyka, nawet pomimo dalszego pogarszania się jakości kredytów mieszkaniowych. Z powodu znacznego podwyższenia prognoz zysku netto (o 30% na 2011 i 20% na 2012), nasza 9-miesięczna cena docelowa dla Getin Holdingu wzrosła o 20% do 12,7 PLN. Zalecamy akumulowanie akcji. Getin Holding jest notowany na relatywnie atrakcyjnym P/E 13,2x na 2011 i 10,2x na 2012, czyli z 3% i 9% dyskontem do średniej spółek porównywalnych.

Największy potencjał obniżenia kosztu finansowania w sektorze

Oczekujemy, że w 2011 marża odsetkowa w Getin Holdingu będzie się poprawiać znacznie szybciej niż średnia w sektorze. Prognozujemy, że wzrośnie aż o 32pb. R/R do 3,49%. Uważamy, że będzie to możliwe dzięki dalszej poprawie marży depozytowej (choć nadal pozostanie ujemna). Zwracamy uwagę, że aż 52% depozytów banku ma zapadalność powyżej 3 miesięcy, w tym 30% powyżej 6 miesięcy, co w środowisku rosnących stóp procentowych pozwoli odnawiać je z opóźnieniem. W konsekwencji, przy prognozowanym wzroście bilansu o 15% R/R, oczekujemy, że wynik odsetkowy w 2011 po raz drugi z rzędu poprawi się o 30% R/R.

Kredyty gotówkowe będą wymagały mniej rezerw

Uważamy, że jakość kredytów hipotecznych pozostanie największym wyzwaniem Getin Noble Banku w 2011. Ponieważ udział rynkowy Getinu w sprzedaży kredytów hipotecznych w latach 2007-2008 był 3,3x większy niż jego naturalny udział rynkowy, a kredyty udzielone w tym okresie psują się najszybciej, uważamy, że koszt ryzyka na ten portfel pozostanie znacząco wyższy niż średnia w sektorze. Z drugiej strony, sądzimy, że portfel kredytów konsumpcyjnych banku będzie wymagał znacznie mniej dodatkowych rezerw niż to miało miejsce w 2010 (po 9M 2010 stanowiły 31% ogółu salda rezerw). W konsekwencji prognozujemy, że koszt ryzyka w 2011 obniży się o 108pb. R/R do 2,40%. Oznacza to, że nadal pozostanie ok. 2,5x większy niż średnia w sektorze.

Znacząco podwyższamy prognozy zysku

Z powodu obniżenia naszych założeń odnośnie kosztu ryzyka, znacznie podwyższamy naszą prognozę zysku dla Getin Holdingu, o 30% na 2011 do 652 mln PLN i o 20% na 2012 do 850 mln PLN. Oznacza to, że po 40% wzroście wyniku netto w 2010, oczekujemy jego wzrostu o 68% w 2011 i 30% w 2012. Zwracamy uwagę, że nasze obecne szacunki są odpowiednio 10% i 5% powyżej konsensusu rynkowego.

Emisja akcji bez materialnego wpływu na wycenę

Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie akcjonariuszy Getin Holding zgodziło się na podwyższenie kapitału spółki w drodze emisji nie więcej niż 18 mln akcji z zachowaniem prawa poboru. Dzień prawa poboru został ustalony na 21 marca 2011. Spółka nadal oficjalnie nie poinformowała co jest jej celem, ale uważamy za oczywiste, że pozyskane środki zostaną przeznaczone na sfinansowanie zakupu Allianz Banku. W naszej wycenie zakładamy podwyższenie kapitału o 140 mln PLN, czyli o maksymalną oczekiwaną cenę zakupu banku. Ponieważ nowa emisja stanowi tylko 1,7% obecnej kapitalizacji, jej wpływ na wycenę holdingu w naszej opinii jest pomijalny.



Handlowy (Trzymaj)

Cena bieżąca: 93 PLN

Cena docelowa: 94 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkow y	1 505,4	1 496,3	-0,6%	1 510,2	0,9%	1 606,5	6,4%	Liczba akcji (mln)	130,7
Marża odsetkow a	3,8%	3,9%		3,8%		3,8%		MC (cena bieżąca)	12 151,3
WNDB	2 418,4	2 572,8	6,4%	2 647,9	2,9%	2 822,8	6,6%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	1 200,6	1 221,5	1,7%	1 273,0	4,2%	1 401,6	10,1%		
Zysk brutto	655,3	931,9	42,2%	1 129,1	21,2%	1 331,5	17,9%		
Zysk netto	504,4	744,6	47,6%	903,3	21,3%	1 065,2	17,9%		
ROE	8,5%	11,7%		13,4%		14,9%		Zmiana ceny: 1m	-5,1%
P/E	24,1	16,3		13,5		11,4		Zmiana ceny: 6m	22,4%
P/BV	2,0	1,9		1,8		1,7		Zmiana ceny: 12m	25,7%
DPS	0,0	3,8		4,0		4,8		Max (52 tyg.)	98,0
Dyid (%)	0,0	4,1		4,3		5,2		Min (52 tyg.)	68,5

* przed kosztami rezerw



Podtrzymujemy naszą neutralną rekomendację dla Handlowego, podwyższając cenę docelową o 8% do 94 PLN. Chociaż naszym zdaniem bank w 2011 r. będzie w stanie najszybciej poprawiać jakość swoich aktywów, co przełoży się na największy wśród analizowanych przez nas banków spadek R/R kosztu ryzyka, to jednocześnie uważamy, że odczuje największą presję na marżę odsetkową i przez to osiągnie tylko marginalny wzrost wyniku odsetkowego. Handlowy notowany jest na P/E 13,5x na 2011 i 11,4x na 2012, czyli odpowiednio na równi ze średnią sektora i z 4% premią do spółek porównywalnych. Uważamy, że te poziomy wyceny rynkowej są bliskie wartości godziwej spółki.

Prognozujemy presję na marżę odsetkową

W naszej opinii, Handlowy nie będzie w stanie utrzymać tak wysokiej marży odsetkowej jaką udało mu się osiągnąć w 2010 (3,92%). Prognozujemy spadek o 12pb. R/R do 3,80%. Oczekujemy przede wszystkim presji na korporacyjne marże kredytowe. Ponadto uwzględniamy fakt, że w środowisku wyższych stóp procentowych, bank efektywnie będzie mniej zarabiał na portfelu obligacji, który na koniec 3Q10 stanowił aż 56% sumy bilansowej. Pomimo negatywnych perspektyw na marżę, pozostajemy optymistami w zakresie wzrostu portfela kredytowego. Po dwóch latach sukcesywnego spadku (w sumie o 16% względem 2008), oczekujemy znacznego odbicia w 2011 (+14% R/R) dzięki ekspansji w zakresie kredytów korporacyjnych. Zakładamy, że ten wzrost będzie częściowo finansowany depozytami (+5% R/R), a częściowo konwersją z obligacji (-3% R/R). W konsekwencji spadku marży oraz umiarkowanego wzrostu sumy bilansowej, oczekujemy tylko marginalnego przyrostu wyniku odsetkowego, +1% R/R.

Dalsza znaczna poprawa jakości portfela kredytowego bardzo prawdopodobna

Konsekwentnie od 1Q 2010 jakość portfela kredytowego poprawia się. Oczekujemy, że ten trend będzie kontynuowany w ciągu 2011. Sądzymy, że poprawa będzie postępować nie tylko w ramach kredytów korporacyjnych, ale również w kredytach detalicznych (składające się wyłącznie z kredytów konsumpcyjnych). Prognozujemy, że udział kredytów z utratą wartości poprawi się aż o 115pb. R/R i na koniec 2011 spadnie do 15,6%. W naszej opinii przełoży się to na znaczący spadek kosztu ryzyka w 2011, aż o 130pb. do 116pb.

Oczekujemy wysokiej dywidendy za 2010 z yieldem na poziomie 4,3%

Handlowy jest drugim po Pekao bankiem przez nas analizowanych z najwyższym poziomem współczynnika wypłacalności. Na koniec 3Q 2010 wyniósł on aż 17,5% i to bez uwzględnienia zysku wygenerowanego w 1H 2010. W konsekwencji oczekujemy, że prawie cały zysk za 2010 (90% z 745 mln PLN) bank wypłaci w formie dywidendy, co przy obecnym kursie akcji daje atrakcyjny yield na poziomie 4,3%. Oczekujemy, że w kolejnych latach spółka nadal będzie hojnie dzielić się zyskiem z akcjonariuszami, przy czym obecnie nie zakładamy możliwości wypłaty dywidendy z kapitałów.

Cel na ROE 2012 wydaje się nadal ambitny

W rok po ogłoszeniu przez bank średnioterminowych celów finansowych na 2012 uważamy, że założenia odnośnie wskaźnika koszty/dochodów poniżej 50% i zwrotu na aktywach powyżej 2,5% są osiągalne. Nasz prognoza na 2012 wskazuje na poziomy odpowiednio 51,0% i 2,53%. Z drugiej strony, jesteśmy bardziej pesymistyczni niż bank pod względem zwrotu na kapitale własnym. Bank zamierza osiągnąć ROE na poziomie 20% (co w oparciu o standardowy wzór wyliczenia zwrotu na kapitale własnym przekłada się na ok. 18,5%), podczas gdy nasza prognoza wskazuje na 14,9% (obliczona w oparciu o standardową formułę). Sądzymy, że jest to konsekwencja mniej optymistycznych założeń odnośnie wzrostu bilansu. Handlowy oczekuje prawie 12% średniorocznego tempa przyrostu portfela kredytowego w latach 2009-2012,



ING BSK (Trzymaj)

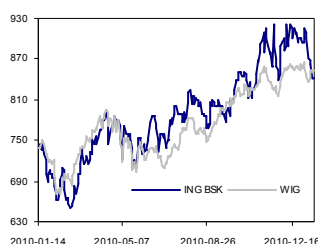
Cena bieżąca: 840,5 PLN Cena docelowa: 850 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkow y	1 402,5	1 622,6	15,7%	1 733,0	6,8%	1 816,4	4,8%	Liczba akcji (mln)	13,0
Marża odsetkow a	2,2%	2,6%		2,7%		2,7%		MC (cena bieżąca)	10 934,9
WNDB	2 474,0	2 686,6	8,6%	2 868,5	6,8%	3 000,1	4,6%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	976,5	1 121,8	14,9%	1 258,6	12,2%	1 337,6	6,3%		
Zysk brutto	724,1	954,0	31,8%	1 120,1	17,4%	1 234,7	10,2%		
Zysk netto	580,8	768,0	32,2%	896,1	16,7%	987,8	10,2%		
ROE	12,8%	14,5%		14,9%		14,9%		Zmiana ceny: 1m	-8,6%
P/E	18,8	14,2		12,2		11,1		Zmiana ceny: 6m	6,5%
P/BV	2,2	1,9		1,7		1,6		Zmiana ceny: 12m	14,2%
DPS	0,0	0,0		23,6		31,0		Max (52 tyg.)	922,0
Dyid (%)	0,0	0,0		2,8		3,7		Min (52 tyg.)	650,0

* przed kosztami rezerw



Podtrzymujemy naszą neutralną rekomendację dla ING BSK, podwyższając nieznacznie naszą 9-miesięczną cenę docelową do 850 PLN (z 815 PLN). Uważamy, że w 2011 r. bank nie będzie w stanie utrzymać tempa poprawy marży odsetkowej odnotowanego w 2010, a już niski poziom kosztu ryzyka ogranicza od dołu jego dalszy spadek. W konsekwencji oczekujemy, że średnioroczne tempo wzrostu zysków ING BSK w perspektywie lat 2011-2012 będzie poniżej średniej dla sektora (13% względem 23%), co jest odzwierciedlone w obecnej wycenie relatywnej banku. ING BSK jest notowany na P/E 12,2x na 2011 i 11,1x na 2012, czyli odpowiednio z 9% i 2% dyskontem do średniej spółek porównywalnych.

Tempo poprawy marży odsetkowej nie zostanie utrzymane w 2011

Uważamy, że tempo poprawy marży odsetkowej z 2010 nie zostanie utrzymane w 2011. Prognozujemy, że marża poprawi się tylko o 5pb. względem 47pb. oczekiwanych za 2010. Chociaż zakładamy, że bank będzie dalej zwiększał swój wskaźnik kredyty/depozyty i przez to będzie rósł udział kredytów w aktywach banku kosztem papierów dłużnych, oczekujemy presji na marżę kredytów korporacyjnych, co przełoży się na niższą marżę na aktywach pracujących. Z drugiej strony, mimo, że prognozujemy poprawę marży depozytowej, jej potencjał zmiany w naszej opinii jest poniżej średniej dla sektora i wynika ze sposobu inwestowania nadwyżki płynnościowej banku. W środowisku rosnących stóp procentowych, marża depozytowa poprawia się w relatywnie mniejszej skali i z opóźnieniem ok. jednego-dwóch kwartałów względem średniej w sektorze.

Zarówno jakość kredytów jak i koszty ryzyka poniżej średniej w sektorze, ale tempo poprawy również

Uważamy, że jakość kredytów w ING BSK w horyzoncie naszej prognozy pozostanie znacznie lepsza niż średnia w sektorze. Oczekujemy, że udział kredytów z utratą wartości na koniec 2011 wyniesie 4,4% względem 8,2% w sektorze. W konsekwencji prognozujemy, że koszt ryzyka również utrzyma się na poziomie znacznie poniżej średniej dla branży, 49pb. względem 100pb. dla sektora. Z drugiej jednak strony, zwracamy uwagę, że tempo poprawy kosztu ryzyka będzie poniżej średniej dla spółek porównywalnych, -14pb. R/R dla ING BSK versus -37pb. R/R dla sektora.

Oczekujemy tempa wzrostu zysków poniżej średniej dla sektora

Nasza prognoza zysku netto na poziomie 896 mln PLN na 2011 i 988 mln PLN na 2012, zgodna z obecnym konsensusem rynkowym, wskazuje na 17% wzrostu wyniku w tym roku i 10% w następnym. Jest to dynamika znacząco niższa niż tempo wzrostu prognozowane dla całego sektora, odpowiednio na poziomie 27% i 18%.

Neutralna wycena

ING BSK jest notowany na P/E 12,2x na 2011 i 11,1x na 2012, czyli z 9% i 2% dyskontem do średniej dla spółek porównywalnych. Chociaż sądzimy, że nie są to poziomy wymagające, uważamy, że są usprawiedliwione w perspektywie tempa wzrostu zysków poniżej średniej dla sektora.



Kredyt Bank (Akumuluj)

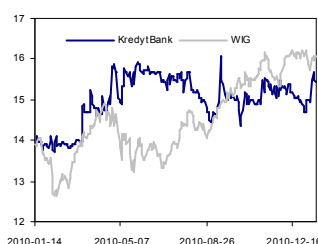
Cena bieżąca: 15,44 PLN Cena docelowa: 17,4 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(m ln PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	1 061,2	1 125,3	6,0%	1 222,2	8,6%	1 312,5	7,4%	Liczba akcji (mln)	271,7
Marża odsetkow a	2,7%	2,7%		2,7%		2,7%		MC (cena bieżąca)	4 194,4
WNDB	1 530,4	1 585,4	3,6%	1 712,8	8,0%	1 834,9	7,1%	Free float	12,8%
Wynik operacyjny*	848,1	695,6	-18,0%	775,5	11,5%	841,9	8,6%		
Zysk brutto	46,7	230,9	394,9%	414,8	79,6%	550,5	32,7%		
Zysk netto	34,6	174,3	404,4%	331,8	90,3%	440,4	32,7%		
ROE	1,3%	6,4%		11,1%		13,0%		Zmiana ceny: 1m	1,7%
P/E	121,4	24,1		12,6		9,5		Zmiana ceny: 6m	-0,7%
P/BV	1,6	1,5		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	10,4%
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	16,1
Dyild (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	13,7

* przed kosztami rezerw



Podwyższamy naszą 9-miesięczną cenę docelową dla Kredyt Banku o 14% do 17,4 PLN i zalecamy akumulowanie akcji. Bank notowany jest na wskaźniku P/E 12,6x na 2011 i 9,5x na 2012, czyli odpowiednio 5% i 16% poniżej średniej dla spółek porównywalnych. Uważamy, że dyskonto nie jest nieusprawiedliwione w perspektywie poprawy zysku netto o 90% w 2011 oraz o 33% 2012. Oczekujemy, że w długim terminie koszt ryzyka dla Kredyt Banku będzie konwergować w stronę średnich rynkowych, chociaż w 2011 nadal pozostanie powyżej średnich prognozowanych dla sektora.

Marża odsetkowa na poziomie 2,75% do utrzymania w 2011

Uważamy, że marża jaką Kredyt Bank osiągał w latach 2009-2010 na poziomie 2,73%-2,75% jest do utrzymania w latach kolejnych. Uważamy, że w 2011 poprawa marży depozytowej wynikająca z rosnących rynkowych stóp procentowych zostanie w całości zrekompensowana przez presję na marżę kredytową. Zakładamy, że w pierwszym półroczu marża kredytowa banku nie tylko będzie się zawężać z powodu spadającej marży na nowej produkcji, ale również z powodu wygasającego portfela kredytów Żagla.

Koszt ryzyka będzie spadał szybciej niż średnia w sektorze

Zakładamy, że jakość portfela kredytowego Kredyt Banku nadal będzie się zachowywać gorzej niż średnia dla sektora. Wynika to z naszych bardziej pesymistycznych założeń odnośnie portfela kredytów hipotecznych. Zwracamy uwagę, że udział rynkowy Kredyt Banku w sprzedaży kredytów hipotecznych w latach 2007-2008 był 2,6x większy niż jego naturalny udział rynkowy (po aktywach ogółem). Ponieważ jakość kredytów udzielonych w tym okresie pogarsza się najszybciej, dostrzegamy ryzyko, że koszt ryzyka w tym segmencie może być wyższy niż średnia w sektorze. Prognozujemy, że udział kredytów z utratą wartości ogółem wzrośnie na koniec 2011 o 38pb. R/R do 10,3%. W konsekwencji oczekujemy kosztu ryzyka w tym roku cały czas powyżej średniej dla sektora, na poziomie 126pb. Niemniej jednak zwracamy uwagę, że oznacza to spadek aż o 49pb. R/R, czyli poprawa będzie postępować szybciej niż średnia dla sektora.

Enigmatyczne cele finansowe na 2012

Po publikacji wyników finansowych za 3Q 2010, Kredyt Bank podzielił się swoimi średnioterminowymi celami finansowymi na 2012. Niestety poza konkretnym celem na wskaźnik koszty/dochodów na poziomie ok. 55%, pozostałe „podpowiedzi” są mało konkretne i trudno je jednoznacznie odnieść do naszych prognoz. Bank zakłada ponosić koszt ryzyka kredytowego na poziomie rynkowym, a zwrot na kapitale własnym ma przyjąć wartości dwucyfrowe. Nasza obecna prognoza na 2012 zakłada koszt ryzyka na poziomie 92pb. względem 74pb. dla sektora, a ROE na poziomie 13,9%.

Wyceniany z dyskontem do sektora

Na naszej prognozie zysku netto na poziomie 332 mln PLN w 2011 i 440 mln PLN w 2012, Kredyt Bank jest wyceniany na P/E odpowiednio 12,7x i 9,6x. Oznacza to, że dyskonto do średniej spółek porównywalnych rozszerza się z 5% w 2011 do 16% na 2012. Uważamy, że tak wysokie dyskonto jest nieusprawiedliwione względem oczekiwanego tempa poprawy zysku netto, 90% w 2011 i 33% w 2012.



Millennium (Trzymaj)

Cena bieżąca: 4,9 PLN

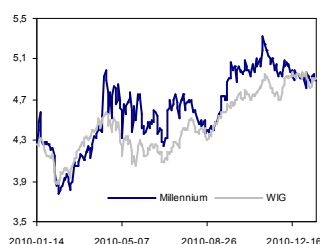
Cena docelowa: 4,8 PLN

Analityk: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(m ln PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	691,1	1 008,3	45,9%	1 185,0	17,5%	1 355,4	14,4%	Liczba akcji (mln)	1 213,1
Marża odsetkow a	1,5%	2,2%		2,4%		2,6%		MC (cena bieżąca)	5 944,3
WNDB	1 434,2	1 693,6	18,1%	1 918,5	13,3%	2 124,7	10,7%	Free float	34,5%
Wynik operacyjny*	431,0	610,8	41,7%	774,4	26,8%	908,7	17,3%		
Zysk brutto	1,9	366,7		553,1	50,8%	729,8	32,0%		
Zysk netto	1,5	295,2		442,5	49,9%	583,8	32,0%		
ROE	0,1%	8,6%		10,2%		12,2%		Zmiana ceny: 1m	-0,8%
P/E	2 783,3	20,1		13,4		10,2		Zmiana ceny: 6m	4,3%
P/BV	1,5	1,4		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	7,2%
DPS	0,0	0,0		0,0		0,1		Max (52 tyg.)	5,3
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		2,2		Min (52 tyg.)	3,8

* przed kosztami rezerw



Podwyższamy naszą rekomendację na Millennium z redukcji na trzymaj, podnosząc naszą 9-miesięczną cenę docelową o 4% do 4,80 PLN. Uważamy, że 50% wzrost zysku netto w 2011 do 443 mln PLN jest już odzwierciedlony w wycenie banku, który notowany jest na 13,4x P/E, na równi ze średnią dla spółek porównywalnych. W naszych prognozach zakładamy, że Millennium w dalszym ciągu będzie poprawiać swoją marżę odsetkową, chociaż w wolniejszym tempie, niż miało to miejsce w 2010. Z drugiej strony, sądzimy, że koszt ryzyka Millennium będzie poprawiał się najwolniej wśród banków przez nas analizowanych.

Marża odsetkowa nadal będzie się poprawiać

Oczekujemy, że w trakcie 2011 Millennium będzie dalej poprawiać swoją marżę odsetkową. Prognozujemy, że wzrośnie ona o 23pb. R/R do 2,44%. W naszej opinii głównym obszarem poprawy będą terminowe depozyty detaliczne, które obecnie pozostają nierentowne. Zakładamy, że rosnące środowisko stóp procentowych będzie sprzyjać obniżeniu efektywnego kosztu finansowania. Z drugiej strony, nie spodziewamy się, żeby bank był w stanie dalej poprawiać rentowności aktywów. Chociaż uważamy, że Millennium nie będzie utrzymywać tempa wzrostu wyniku odsetkowego z 2010 (+46% R/R), jego wzrost pozostanie nadal imponujący na tle sektora (+18% R/R).

Koszt ryzyka będzie spadał, ale znacznie wolniej niż w sektorze

Chociaż uważamy, że koszt ryzyka Millennium w 2011 pozostanie poniżej średniej dla sektora, tempo jego spadku będzie najwolniejsze wśród spółek porównywalnych. Prognozujemy, że koszt ryzyka wyniesie 57pb., -8pb. R/R. Sądzimy, że udział kredytów z utratą wartości wzrośnie na koniec 2011 z 5,9% do 6,2%. Wynika to z pesymistycznych założeń odnośnie rozwoju jakości kredytów hipotecznych. Zwracamy uwagę, że udział rynkowy Millennium w sprzedaży kredytów hipotecznych w latach 2007-2008 był 2,8x większy niż jego naturalny udział rynkowy (po aktywach ogółem). Ponieważ jakość kredytów udzielonych w tym okresie pogarsza się najszybciej, dostrzegamy ryzyko, że koszt ryzyka w tym segmencie mogą być wyższe niż średnia w sektorze.

Cel banku na 2012 ROE powyżej 15% nadal wydaje się bardzo ambitny

W rok po ogłoszeniu przez bank celów finansowych na 2012, nadal uważamy, że Millennium będzie bardzo trudno osiągnąć zwrot na kapitale własnym powyżej 15%. Nasza prognoza zakłada 12,2%. Żeby osiągnąć ROE na poziomie 15%, Millennium musiałoby wygenerować zysk w 2012 na poziomie 725 mln PLN, czyli 26% powyżej naszej prognozy (584 mln PLN) i 15% powyżej konsensusu rynkowego (632 mln PLN). Z drugiej strony, uważamy, że cel banku na wskaźnik koszty/dochodów (poniżej 60%) jest osiągalny już w 2011. Prognozujemy, że w 2012 spadnie o 2,4pp. do 57,3%.



Pekao (Redukuj)

Cena bieżąca: 170 PLN

Cena docelowa: 155 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(m ln PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	3 802,3	4 112,7	8,2%	4 570,6	11,1%	4 886,7	6,9%	Liczba akcji (mln)	262,4
Marża odsetkow a	2,9%	3,0%		3,2%		3,2%		MC (cena bieżąca)	44 601,3
WNDB	7 062,5	7 237,1	2,5%	7 901,1	9,2%	8 431,6	6,7%	Free float	40,8%
Wynik operacyjny*	3 467,0	3 658,1	5,5%	4 222,6	15,4%	4 602,4	9,0%		
Zysk brutto	2 997,5	3 210,5	7,1%	3 812,1	18,7%	4 276,9	12,2%		
Zysk netto	2 411,7	2 596,4	7,7%	3 079,1	18,6%	3 457,4	12,3%		
ROE	14,1%	13,4%		14,9%		16,1%		Zmiana ceny: 1m	-9,6%
P/E	18,5	17,2		14,5		12,9		Zmiana ceny: 6m	3,3%
P/BV	2,4	2,2		2,1		2,0		Zmiana ceny: 12m	-5,3%
DPS	0,0	2,9		8,9		10,0		Max (52 tyg.)	196,5
Dyid (%)	0,0	1,7		5,2		5,9		Min (52 tyg.)	148,3

* przed kosztami rezerw



Pomimo podwyższenia naszej 9-miesięcznej ceny docelowej dla Pekao o 7% do 155 PLN, pozostajemy relatywnie negatywni na walory spółki. Zalecamy redukowanie pozycji (poprzednio Sprzedaj). Bank notowany jest na P/E 14,5x na 2011 oraz 12,9x na 2012, czyli odpowiednio z 12% i 21% premią do średniej spółek porównywalnych. Uważamy, że tak wysoka premia nie jest usprawiedliwiona tempem wzrostu zysków (19% w 2011 względem 27% dla sektora), ani nawet wysoką stopą dywidendy (5,2%). Chociaż oczekujemy, że koszt ryzyka dla Pekao utrzyma się znacząco poniżej średniej dla sektora, jego tempo spadku też będzie niższe niż średnia dla spółek z branży.

Zakładamy przyspieszenie akcji kredytowej dla przedsiębiorstw

Oczekujemy, że w 2011 Pekao nie tylko uda się utrzymać dotychczasowy udział w rynku kredytów, ale nawet go zwiększyć. Prognozujemy, że dzięki przyspieszeniu akcji kredytowej skierowanej do przedsiębiorstw, portfel kredytów Pekao wzrośnie o 12% R/R zarówno w 2011 jak i w 2012.

Oczekujemy znaczącej poprawy marży odsetkowej

Pomimo tego, że oczekujemy znacznej presji na kredytowe marże korporacyjne, a w strukturze portfela Pekao aż 58% stanowią kredyty korporacyjne, uważamy, że bank będzie w stanie odnotować wzrost marży odsetkowej w 2011. Sądzymy, że spodziewane podwyżki stóp procentowych będą miały korzystny wpływ na marżę depozytów bieżących, których udział w strukturze bazy depozytowej banku wynosi 48% (2Q 2010). Prognozujemy, że marża odsetkowa wzrośnie o 14pb. R/R do 3,17%, co przełoży się na 11% przyrost wyniku odsetkowego.

Koszt ryzyka pozostanie poniżej średniej w sektorze, ale delta też

Oczekujemy, że jakość portfela kredytowego banku pozostanie na wysokim poziomie, a koszt ryzyka będzie się kształtował poniżej średniej w sektorze. Oznacza to niestety, że potencjał spadku salda rezerw jest poniżej średniej oczekiwanej w sektorze, co przekłada się niekorzystnie na spodziewane tempo wzrostu zysków. Prognozujemy, że koszt ryzyka obniży się tylko o 10pb. R/R w 2011 do 55pb, a saldo rezerw spadnie tylko o 6%.

Wyplata dywidendy z kapitałów bardzo mało prawdopodobna

Pekao jest najlepiej dokapitalizowanym bankiem w Polsce. Jego współczynnik wypłacalności jest na poziomie 18,0% (po 3Q 2010) i to bez uwzględnienia zysku za 1H 2010. W konsekwencji oczekujemy, że spółka wypłaci dywidendę na poziomie 90% zysku netto, co daje stopę zwrotu na poziomie 5,2%. Nie zmienia to jednak faktu, że spółka ma ok. 6 mld PLN nadwyżki kapitałowej względem swojego największego konkurenta, PKO BP. Uważamy za bardzo mało prawdopodobne, żeby spółka była w stanie wypłacić przynajmniej część tego kapitału w formie dodatkowej dywidendy. Sądzymy, że taki krok nie zyskałby przychylności ze strony KNF. Zwracamy uwagę, że zgodnie z przepisami prawa bankowego, dywidenda przekraczająca zysk za ostatni rok obrotowy wymaga zgody KNF.



PKO BP (Kupuj)

Cena bieżąca: 41,3 PLN Cena docelowa: 48 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(m ln PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	5 051,2	6 560,1	29,9%	7 510,9	14,5%	8 196,3	9,1%	Liczba akcji (mln)	1 250,0
Marża odsetkow a	3,5%	4,0%		4,2%		4,1%		MC (cena bieżąca)	51 625,0
WNDB	8 607,0	10 076,4	17,1%	11 151,8	10,7%	11 978,7	7,4%	Free float	48,8%
Wynik operacyjny*	4 624,0	6 022,2	30,2%	6 846,6	13,7%	7 419,9	8,4%		
Zysk brutto	2 943,3	4 059,8	37,9%	5 269,7	29,8%	6 209,3	17,8%		
Zysk netto	2 305,5	3 189,6	38,3%	4 192,5	31,4%	4 939,9	17,8%		
ROE	13,4%	15,3%		18,4%		19,3%		Zmiana ceny: 1m	-8,2%
P/E	22,4	16,2		12,3		10,5		Zmiana ceny: 6m	5,9%
P/BV	2,5	2,4		2,1		1,9		Zmiana ceny: 12m	3,3%
DPS	1,0	1,9		1,0		1,7		Max (52 tyg.)	46,8
Dyild (%)	2,4	4,6		2,5		4,1		Min (52 tyg.)	35,1

* przed kosztami rezerw



Podwyższamy rekomendację dla PKO BP do kupuj z akumuluj nawet pomimo obniżenia naszej 9-miesięcznej ceny docelowej o 6% do 48,0 PLN w wyniku zastosowania wyższej stopy wolnej od ryzyka. PKO BP jest naszą preferowaną ekspozycją w sektorze bankowym ze względu na: 1) perspektywę poprawy marży odsetkowej jako konsekwencji wzrostu rynkowych stóp procentowych, 2) konserwatywną politykę tworzenia rezerw, która daje przestrzeń do ich spadku w przyszłości, 3) atrakcyjną wycenę, nawet pomimo potencjalnej podaży akcji ze strony Skarbu Państwa. Oczekujemy, że po 38% wzroście zysku netto w 2010 do 3,2 mld PLN, spółka jest w stanie poprawić wynik netto o 31% w 2011 do 4,2 mld PLN. PKO BP jest jednym z najtańszych polskich banków, notowanym na 12,3x P/E, z 11% dyskontem do średniej dla spółek porównywalnych.

Oczekiwana poprawa marży odsetkowej jako konsekwencja wzrostu stóp

Prognozujemy, że w 2011 PKO BP poprawi swoją marżę odsetkową o 16pb. R/R do 4,16%, nawet pomimo presji na marżę kredytowe. Nasza prognoza makroekonomiczna zakłada wzrost stopy referencyjnej o 75pb. do 4,25% na koniec 2011, co powinno przełożyć się na wzrost o 44 pb. R/R średniorocznego 3M WIBOR. Ponieważ PKO BP ma najwyższy wśród spółek przez nas analizowanych udział praktycznie nieoprocentowanych detalicznych rachunków bieżących (33%), uważamy, że będzie głównym beneficjentem oczekiwanych podwyżek stóp procentowych. Połączenie spodziewanego wzrostu marży odsetkowej z prognozowanym 11% wzrostem sumy bilansowej przekłada się w naszej opinii na atrakcyjny 14% przyrost wyniku odsetkowego.

Konserwatywna polityka tworzenia rezerw daje przestrzeń do spadku salda rezerw

Pomimo tego, że raportowany przez PKO BP wskaźnik pokrycia na poziomie 42,3% (po 3Q10) jest najniższy w sektorze, uważamy, że obecna polityka banku w zakresie tworzenia rezerw jest konserwatywna i daje przestrzeń do spadku salda rezerw w przyszłości. Zwracamy uwagę, na restrykcyjną definicję kredytów z utratą wartości stosowaną przez bank. Kredyty z opóźnieniem w spłacie powyżej 90 dni stanowiły tylko 42% kredytów z utratą wartości na koniec września 2010. Reszta to kredyty zakwalifikowane do tej kategorii na bazie subiektywnej oceny banku co do sytuacji finansowej kredytobiorcy. Wskaźnik pokrycia policzony tylko w oparciu o kredyty przeterminowane ponad 90 dni wyniósłby aż 105%. Uważamy, że wraz z postępującą sytuacją ekonomiczną, PKO BP będzie stopniowo łagodzić swoją ocenę co do sytuacji finansowej kredytobiorców (w szczególności podmiotów korporacyjnych), co przełoży się na spadek udziału kredytów z utratą wartości o 19pb. do 8,9% na koniec 2011. Prognozujemy, że koszt ryzyka w 2011 spadnie o 44pb. R/R do 114pb. a saldo rezerw zmniejszy się o 19% R/R.

Ryzyko podaży akcji jako główne zagrożenia dla kursu akcji

Minister Skarbu zapowiedział, że w ramach programu prywatyzacyjnego na lata 2011-2013 Skarb rozważa obniżenie swojego pakietu w PKO BP z obecnego na poziomie 51,2% (łącznie z pakietem posiadanym przez BGK) do 25%+. Ponadto, Minister zapowiedział, że prywatyzacja nastąpi najprawdopodobniej w formie oferty wtórnej skierowanej do rozproszonego inwestora instytucjonalnego. Uważamy, że przedmiotem sprzedaży mogą być zarówno akcje będące w posiadaniu BGK (10,2%) jak i bezpośrednio posiadanych przez Skarb Państwa (41,0%).

Atrakcyjnie wyceniany względem spółek porównywalnych

Na naszej prognozie zysku na 2011 na poziomie 4,2 mld PLN, zgodnej z konsensusem rynkowym, PKO BP jest najtańszym bankiem w Polsce wycenianym tylko na 12,3x P/E, 11% poniżej średniej dla spółek porównywalnych.



PZU (Akumuluj)

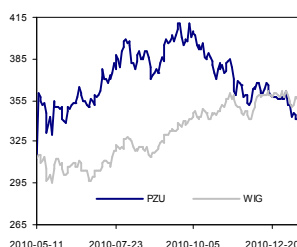
Cena bieżąca: 348 PLN

Cena docelowa: 390 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-13

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Składka brutto:	14 362,7	14 602,9	1,7%	15 236,4	4,3%	16 017,6	5,1%	Liczba akcji (mIn)	86,4
majątkow a	8 023,7	8 065,6	0,5%	8 360,6	3,7%	8 798,1	5,2%	MC (cena bieżąca)	30 050,6
życiow a	6 340,8	6 537,2	3,1%	6 537,2	0,0%	6 875,7	5,2%	Free float	54,8%
Wynik techniczny	17 961,6	17 319,6	-3,6%	17 480,8	0,9%	18 374,1	5,1%		
Zysk brutto	4 565,8	2 792,1	-38,8%	3 077,4	10,2%	3 371,2	9,5%		
Zysk netto	3 762,9	2 261,6	-39,9%	2 492,7	10,2%	2 730,7	9,5%		
ROE	24,0%	19,0%		18,7%		18,6%		Zmiana ceny: 1m	-4,9%
P/E	8,0	13,3		12,1		11,0		Zmiana ceny: 6m	-8,9%
P/BV	2,7	2,4		2,1		2,0		Zmiana ceny: 12m	
DPS	0,0	0,0		11,8		17,3		Max (52 tyg.)	411,0
Dyild (%)	0,0	0,0		3,4		5,0		Min (52 tyg.)	312,5



Podtrzymujemy rekomendację akumuluj na walory PZU i potwierdzamy naszą 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 390 PLN. Uważamy, że rok 2011 będzie przede wszystkim rokiem poprawy rentowności w spółce majątkowej, wynikającej zarówno z poprawy szkodowości, jak i spadku kosztów administracyjnych. W konsekwencji, oczekujemy atrakcyjnego wzrostu zysku netto grupy o 10% R/R do 2,5 mld PLN. Ponadto zwracamy uwagę, że obecna relatywna wycena PZU jest atrakcyjna względem relatywnej wyceny banków. PZU jest notowane na 2011 P/E z 35% premią do spółek z Europy Zachodniej, podczas gdy polskie banki na 2011 P/E 13,4x są notowane 51% powyżej banków z Europy Zachodniej.

Potencjał poprawy rentowności grupy ukryty w spółce majątkowej

Uważamy, że w 2011 uwaga inwestorów będzie skierowana na tempo poprawy rentowności w spółce majątkowej. Oczekujemy, pozytywnego trendu w zakresie szkodowości, dzięki podwyżkom cen polis komunikacyjnych przeprowadzanych w trakcie 2010 oraz mniejszemu wpływowi R/R anomalii pogodowych. Ponadto, poprawę wyniku technicznego będzie wspierać spadek kosztów administracyjnych (-8% R/R) wynikający z zakończonej restrukturyzacji zatrudnienia. Szacujemy, że udział spółki majątkowej w wyniku technicznym grupy wzrośnie z 18% w 2011 do 36% w 2013.

Prawdopodobna rewizja w górę polityki dywidendowej

Uważamy, że bardzo wysoki poziom skonsolidowanego wskaźnika wypłacalności (355% po 3Q 2010) pozwoli znacząco podwyższyć górną granicę stopy wypłaty dywidendy w ramach polityki dywidendowej spółki. Oczekujemy, że wzrośnie ona z 45% w 2010 do 60% w 2011 i 75% w 2012, co implikuje stopę dywidendy odpowiednio na poziomie 3,5%, 5,1% i 7,0%.

Ryzyka dla prognozy zysku netto aktywnie zarządzane przez spółkę

W naszej opinii głównym obszarem ryzyk dla naszej prognozy zysku netto pozostaje wpływ zdarzeń katastroficznych wywołanych pogodą oraz przecena portfela obligacji wynikająca z rosnących stóp procentowych. W 2010 spółka zanotowała ok. 400 mln PLN strat pogodowych. Uważamy, że system reasekuracji ryzyk katastroficznych na 2011 skalibrowany tak aby zabezpieczyć przed większą liczbą średniej wielkości zjawisk, pozwoli znacząco zmniejszyć wartość poniesionych strat na udziale własnym. Nasza prognoza makroekonomiczna zakłada podwyżkę stóp procentowych o 75pb. do 4,75% na koniec 2011. Sądymy, że PZU będzie dążyć do zminimalizowania negatywnego wpływ wyceny portfela obligacji przez skrócenie duracji portfela wycenianego przez rachunek wyników lub/i zwiększenie zaangażowania w portfel utrzymywany do terminu wymagalności. Niemniej jednak nasza prognoza na 2011 zakłada 209 mln PLN strat względem 232 mln PLN zysku w 2010 z wyceny portfela papierów dłużnych.

Podaż akcji pozostaje głównym ryzykiem dla kursu akcji

W naszej opinii, kurs walorów PZU obciążony jest znaczącym ryzykiem podaży akcji. Minister Skarbu zapowiedział, że w ramach planu prywatyzacyjnego na lata 2011-2013 Skarb rozważa zmniejszenie zaangażowania z obecnych 45% do 25%+. Zwracamy uwagę, że *lock up* Skarbu Państwa kończy się 18 maja 2011. Ponadto, istnieje obawa, że JP Morgan, posiadający 4,1% kapitału spółki rozważa upłynnienie swojego pakietu. Zgodnie z umową zawartą między Eureka a JP Morgan, *lock up* na akcje posiadane przez JP Morgan wygasa 16 lutego 2011.

Atrakcyjna wycena pomimo konserwatywnej prognozy zysku netto

Na naszej konserwatywnej prognozie zysku netto na 2011, 2,5 mld PLN – 10% poniżej obecnego konsensusu rynkowego, PZU wyceniana jest na wskaźniku P/E na poziomie 11,8x, 35% powyżej porównywalnych spółek z Europy Zachodniej. Uważamy, że są to poziomy atrakcyjne względem relatywnej wyceny polskich banków, które na 2011 P/E 13,4x notowane są 51% powyżej banków z Europy Zachodniej.

Chemia

- **Wyraźne odbicie koniunktury na większości rynków chemicznych znajdzie pozytywne odzwierciedlenie w wynikach spółek z sektora. Ważna okaże się jednak selekcja, gdyż skala tej poprawy będzie zróżnicowana podobnie jak rozkład ryzyk i wskaźniki waluacyjne.**
- **Ciech- najciekawsza spółka z sektora. Perspektywa bardzo wyraźnej poprawy wyników, szczególnie w segmencie sodowym oraz restrukturyzacja bilansu Spółki. Wskaźnik EV/EBITDA na poziomie 4,6 oferuje 25-30% potencjał wzrostu w relacji do grupy porównawczej. Ryzykiem pozostaje emisja akcji, ale uważamy że zakończy się ona powodzeniem i otworzy drogę do wznowienia prywatyzacji.**
- **Preferujemy spółki azotowe i zalecamy sprzedaż akcji Polic. Uważamy, że ceny nawozów nie będą już rosły i ciekawsze wydają się te podmioty, który nie będą narażone na podwyżki cen surowców. Dodatkowo powinny utrzymać się również atrakcyjne marże na kaprolaktamie. Rekomendujemy akumulowanie akcji ZAP. Ciekawą inwestycją mogą być także ZA Tarnów, ale ryzyka to potencjalna transakcja odkupienia pozostałych udziałów w ZAK od MSP, możliwa podaż akcji ze strony PGNiG, jak również emisja na refinansowanie kredytu.**
- **Synthos- wysoka baza wyników finansowych i globalnych cen kauczuku, generuje potencjalne ryzyko niespełnienia rosnących oczekiwań, szczególnie w kontekście zapowiadanego wzrostu podaży kauczuku naturalnego i wycofania mechanizmów stymulacyjnych w sektorze motoryzacyjnym.**

Kluczowe rekomendacje: Ciech (Kupuj), Police (Sprzedaj)

Ubiegły rok przyniósł kontynuację poprawy koniunktury w przemyśle chemicznym, co było przede wszystkim konsekwencją utrzymującego się wysokiego popytu w gospodarce chińskiej, a także wysokich dynamik wzrostu szeroko rozumianego sektora motoryzacyjnego wspieranego przez różnego rodzaju fiskalne mechanizmy stymulacyjne. Rosnące wolumeny zamówień powodowały w niektórych obszarach okresowe problemy z zaopatrzeniem zarówno w produkty (kauczuk syntetyczny, kaprolaktam, żywice epoksydowe, melamina), jak i surowce (kauczuk naturalny, chlor i bisfenol), co często wspierało marże przerobowe. Dodatkowym wsparciem dla wolumenów w końcówce roku były ograniczenia w zużyciu energii wprowadzone w Chinach, które wpłynęły na spadek produkcji w najbardziej energochłonnych branżach i wzrost importu. Jednocześnie aprecjacja walut krajów rozwijających się uruchomiła mechanizmy ochronne na niektórych rynkach i pojawienie się ceł antydumpingowych, które to zjawisko może się nasilać w tym roku, co mogłoby prowadzić do krótkoterminowych zawirowań. W przypadku polskich producentów kursy walutowe były jednak korzystne, gdyż przy dobrej koniunkturze nie obserwowaliśmy skokowego umocnienia złotego, a dodatkowo pomagała słabość EUR. Według naszych prognoz ten element może nie kształtować się już po myśli eksporterów (prognozy BRE na koniec roku dla USD/PLN: 2,55, a EUR/PLN: 3,70). W pierwszych miesiącach może się również utrzymać presja na marże w postaci drogich surowców, ale w kontekście oczekiwanej przez nas korekty na rynku towarowym ten czynnik nie powinien już infekować rentowności i hamować konsumpcji.

Na rynku nawozowym wysokie ceny powinny utrzymać się przez najbliższe kilka kwartałów (przypominamy o pewnej inercji rynku krajowego, gdzie wyraźna podwyżka nastąpiła dopiero w październiku), co przy obniżce cen gazu pozwoli poprawić marże w ZAP i ZAT. Kluczowym parametrem dla tych producentów będą jednak ceny ziarna, które w przypadku braku kataklizmów pogodowych z jakimi mieliśmy do czynienia w poprzednim sezonie mogą spaść z dzisiejszych rekordowych poziomów. Pierwsze bardziej miarodajne dane na temat potencjału tegorocznych zbiorów pojawiają się jednak dopiero późną wiosną. Tymczasem wyniki tych spółek będą dodatkowo wspierać korzystne trendy w ich dywizjach chemicznych, szczególnie na kaprolaktamie, gdzie spodziewane jest utrzymanie napiętego bilansu z uwagi na opóźnienia w oddawaniu nowych mocy wytwórczych w Azji. Gorzej prezentują się w naszej opinii na tym tle Police, których marża na nawozach NPK może być pod presją w związku z zapowiadzanymi przez kluczowych dostawców podwyżkami w rocznych kontraktach (szczególnie w przypadku soli potasowej) przy niewielkim już potencjale przenoszenia ich na klienta końcowego.

W pozostałych spółkach chemicznych sytuacja w 2011 roku będzie zróżnicowana w zależności od segmentu operacyjnego. W przypadku Ciechu oczekiwaną słabszą rentowność w organice (spadek popytu na TDI, wysokie ceny surowców) z nawiązką powinna rekompensować poprawa w segmencie sodowym, który podnosi się z koniunkturalnego załamania z przełomu 2009 i 2010 roku, co potwierdzają aneksy do kontraktów na bieżący rok. Jeśli chodzi o biznes styrenowy w Synthosie to z uwagi na oczekiwane osłabienie koniunktury w budownictwie nie można zakładać poprawy marż. W segmencie kauczukowym z kolei, wysoka baza wyników może utrudnić pozytywne zaskoczenia tym bardziej, że azjatyccy producenci kauczuku naturalnego zapowiadają wzrost wolumenów, a stymulusy dla sektora motoryzacyjnego wygasły. Te tendencje może jednak zneutralizować oddanie nowej linii PBR.



Ciech (Kupuj)

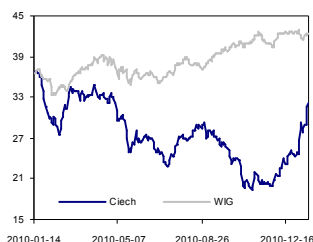
Cena bieżąca: 32,29 PLN

Cena docelowa: 34,5 PLN

Analitik: Kamil Kliszc

Data ostatniej aktualizacji: 2010-08-23

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 684,2	3 981,7	8,1%	4 370,4	9,8%	4 391,4	0,5%	Liczba akcji (mln)	28,0
EBITDA	365,1	363,5	-0,4%	499,1	37,3%	494,7	-0,9%	MC (cena bieżąca)	904,1
marża EBITDA	9,9%	9,1%		11,4%		11,3%		EV (cena bieżąca)	2 466,4
EBIT	135,0	123,9	-8,2%	258,6	108,7%	247,8	-4,2%	Free float	35,6%
Zysk netto	-85,5	13,4		92,2	587,5%	77,4	-16,0%		
P/E		67,4		9,8		11,7		Zmiana ceny: 1m	39,8%
P/CE	6,3	3,6		2,7		2,8		Zmiana ceny: 6m	24,7%
P/BV	1,1	1,0		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	-12,0%
EV/EBITDA	6,8	6,9		4,9		4,9		Max (52 tyg.)	36,7
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	19,5



Akcje Ciechu w 2010 roku były najgorszą inwestycją w ramach sektora chemicznego, który z kolei był liderem wzrostów na GPW. Obok bardzo słabych wyników w segmencie sodowym (dołek cyklu, problemy w rumuńskiej fabryce) przyczyniły się do tego obawy o skalę planowanej emisji akcji. Podjęte przez Zarząd inicjatywy dezinvestycyjne oraz perspektywa znaczącej poprawy wyników w 2011 roku powoli już jednak zmieniają sentyment do tej Spółki. Dla naszych prognoz oczyszczonych o sprzedawane zakłady fosforowe, Ciech jest obecnie wyceniany na bazie EV/EBITDA z prawie 30% dyskontem do grupy porównawczej, co w kontekście uporządkowania bilansu i zapewnienia długoterminowego finansowania nie ma już uzasadnienia. Dodatkowym katalizatorem dla kursu może być wznowienie procesu prywatyzacyjnego. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Emisja akcji w lutym

Dzień prawa poboru dla planowanej emisji do 23 mln akcji został ustalony na 2 lutego tak więc w najbliższych tygodniach można spodziewać się publikacji prospektu. Wcześniej być może Zarząd zgodnie z wcześniejszymi planami poinformuje o podpisaniu warunkowej umowy z bankami o długoterminowym finansowaniu, w które zaangażować powinien się również EBOiR z kwotą 300 mln PLN. Nie zakładamy, że w prospekcie Spółka zdecyduje się podać jakieś optymistyczne prognozy finansowe, ale mimo tego w obecnych warunkach nie powinno być problemu z uplasowaniem emisji o wartości 300-350 mln PLN, tym bardziej że wszystko wskazuje na to, że nie będzie podaży praw poboru przysługujących MSP (resort powinien objąć nowe walory przez jakiś podmiot powiązany).

Podwyżki cen sody – główny motor poprawy wyników

Przeprowadzone przez dostawców sody naturalnej podwyżki cen w listopadzie ubiegłego roku o około 10% pozwoliły na analogiczną korektę cennika Ciechu w aneksach do kontraktów na 2011. Spółce udało się jednocześnie utrzymać na niezmiennym w ujęciu r/r poziomie ceny węgla, ciepła i energii, co oznacza wyraźne rozszerzenie marży. Po stronie kosztowej jedyny wyraźny wzrost wydatków nastąpi w przypadku koksu i antracytu, ale jego skala nie powinna przekroczyć 20 mln PLN. Tymczasem przychody powinny wzrosnąć o około 108 mln PLN, co łącznie z realizacją wyższych wolumenów oznaczać będzie poprawę oczyszczanego strumienia EBITDA nawet o 175 mln PLN (przypominamy o zaniżonej bazie 1H'10 z uwagi na problem w Górze, które zostały już opanowane). Inwestorzy powinni zauważyć ten potencjał już w wynikach za 1Q'2011, a pozytywne symptomy były już widoczne w 3Q'10, w którym segment zanotował najlepszy wynik od roku. Jeśli chodzi o segment organiczny to oczekujemy utrzymania obecnej presji na marżę, aczkolwiek prowadzone obecnie negocjacje w sprawie obniżenia cen TDA mogą stanowić bufor chroniący wyniki w tym obszarze.

Dezinwestycje i poprawa bilansu – nowe otwarcie dla prywatyzacji

Końcówka roku przyniosła przyspieszenie procesów dezinvestycyjnych w Grupie, co zaowocowało finalizacją sprzedaży pakietu PTU oraz nieruchomości przy Powązkowskiej, a także podpisaniem wstępnej umowy na sprzedaż Fosforów za łączną kwotę 228 mln PLN. Łącznie te transakcje wraz z innymi mniejszymi powinny pozwolić na obniżenie zadłużenia o około 400 mln PLN, przy niewielkim wpływie na poziom realizowanego zysku operacyjnego (tylko Fosfory były na tym poziomie istotnie obecne z około 30-35 mln PLN EBITDA). Sprzedaż pozostałych spółek zależnych powinna być realizowana w tym roku (Transclean, Transoda, Vitrosilicon, Polfa), co uprości strukturę Grupy i zwiększy jej przejrzystość. Może mieć to kluczowe znaczenie dla procesu prywatyzacji Ciechu, powrót do której zapowiedziało już Ministerstwo Skarbu. W połączeniu z powodzeniem emisji akcji, spadek zadłużenia netto zaowocuje również w obniżeniu marż kredytowych nawet o 200-250 punktów bazowych (przy kredytach na kwotę 1,2 mld PLN daje to oszczędności roczne 25-30 mln PLN).



Police (Sprzedaj)

Cena bieżąca: 11 PLN

Cena docelowa: 5,5 PLN

Analitik: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-03

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 485,6	1 919,9	29,2%	2 168,7	13,0%	2 222,2	2,5%	Liczba akcji (mln)	75,0
EBITDA	-327,4	70,5		123,5	75,2%	124,5	0,9%	MC (cena bieżąca)	825,0
marża EBITDA	-22,0%	3,7%		5,7%		5,6%		EV (cena bieżąca)	1 171,6
EBIT	-407,5	-6,1	-98,5%	50,5		54,2	7,2%	Free float	26,2%
Zysk netto	-422,1	-12,3	-97,1%	25,9		31,4	21,3%		
P/E				31,9		26,3		Zmiana ceny: 1m	63,0%
P/CE		12,8		8,4		8,1		Zmiana ceny: 6m	117,4%
P/BV	1,5	1,6		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m	83,3%
EV/EBITDA		16,8		9,5		9,1		Max (52 tyg.)	11,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	4,6



Przekroczenie break even w 3Q, zapowiedź lepszych wyników w 4Q i oferta prywatyzacyjna ZAP stanowiły główne motory wzrostu kursu Spółki w ubiegłym roku. Tymczasem w naszej opinii Police nadal znajdują się w mało komfortowej sytuacji, zarówno jeśli chodzi o bilans, jak i perspektywę presji na marżę w 2011 roku (wzrost cen podstawowych surowców) przy braku potencjału do istotnych wzrostów cen produktów budujących tradycyjny w Policach „efekt LIFO” na zapasach. Po uwzględnieniu pełnego zadłużenia (łącznie z zobowiązaniami przeterminowanymi) Spółka jest wyceniana na ten rok na 9,5 EV/EBITDA, co plasuje ją znacznie powyżej ZAT i ZAP, a więc spółek o zupełnie innym profilu ryzyka. Ryzykiem dla kursu może być oczekiwane fiasko prywatyzacji. Podtrzymujemy rekomendację sprzedaj. W naszym scenariuszu jest to najbardziej ryzykowna ekspozycja na sektor.

Dobre wyniki za 4Q już zapowiedziane, ale...

Police poinformowały, że narastająco za 11 miesięcy 2010 roku jednostkowy wynik netto wyniósł 13,5 mln PLN. Po trzech kwartałach strata netto spółki matki wynosiła -7,2 mln PLN, tak więc dwa miesiące 4Q wygenerowały aż 20,7 mln PLN zysku netto. Ten komunikat rozgrzał oczekiwania nie tylko na ostatni kwartał 2010, ale również na kolejne okresy. Tymczasem naszym zdaniem częściowo za tak dobrym rezultatem w końcówce roku mogą stać czynniki jednorazowe (np. umorzenie części długów przez urząd marszałkowski na kwotę 10 mln PLN), a z kolei w grudniu nie można wykluczyć jakichś rezerw audytorskich. Dodatkowo obawiamy się, że po aneksowaniu umów surowcowych na rok 2011 (oczekiwania producentów soli czy fosforów były pod tym względem bardzo optymistyczne) i braku perspektyw dalszego wzrostu cen nawozów, marże Spółki mogą ulec ponownemu zawężeniu. Wyniki za 1Q'2011 powinny potwierdzić tę naszą tezę. Nie można również zapominać o tym, że w ostatnich 2 latach Police wyraźnie ograniczyły koszty remontowe, co może przełożyć się na tegoroczne wydatki.

Nadal wysoki poziom zobowiązań

Dług netto na koniec III-go kwartału wynosił 208,5 mln PLN, ale do tej kwoty należałoby doliczyć 17 mln PLN zaległych zobowiązań do urzędu marszałkowskiego (po uwzględnieniu umorzenia 10 mln PLN) oraz 102 mln PLN przeterminowanych płatności za gaz (przypominamy że ten dług jest oprocentowany stopą 13% w skali roku). Łącznie daje to więc 327 mln PLN, a dodatkowo w najbliższych kwartałach należy oczekiwać wzrostu nakładów inwestycyjnych na utrzymanie majątku. Za okres 1-3Q'2010 wyniosły one zaledwie 27 mln PLN wobec 63 mln PLN w analogicznym okresie roku 2009 i średniej dla lat 2005-08 na poziomie 85,9 mln PLN, tak więc kształtowały się znacznie poniżej amortyzacji (56 mln PLN za 3 kwartały). Spodziewamy się także wzrostu zapotrzebowania na kapitał obrotowy z uwagi na konieczność zwiększenia zapasów, których cykl obrotu obecnie w formule just-in-time wynosi tylko 30 dni wobec 6-letniej średniej na poziomie 50 dni.



ZA Puławy (Akumuluj)

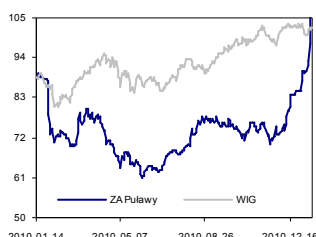
Cena bieżąca: 110 PLN

Cena docelowa: 106,1 PLN

Analitik: Kamil Kliszc

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-14

(mIn PLN)	2009/10	2010/11P	zmiana	2011/12P	zmiana	2012/13P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 055,9	2 587,8	25,9%	2 894,5	11,8%	2 949,2	1,9%	Liczba akcji (mln)	19,1
EBITDA	82,2	246,6	200,1%	351,3	42,5%	357,7	1,8%	MC (cena bieżąca)	2 102,7
marża EBITDA	4,0%	9,5%		12,1%		12,1%		EV (cena bieżąca)	2 223,9
EBIT	15,2	161,5	963,7%	240,3	48,8%	239,9	-0,2%	Free float	29,0%
Zysk netto	35,5	130,8	268,1%	189,0	44,5%	193,4	2,3%		
P/E	59,2	16,1		11,1		10,9		Zmiana ceny: 1m	38,6%
P/CE	20,5	9,7		7,0		6,8		Zmiana ceny: 6m	63,2%
P/BV	1,3	1,2		1,1		1,1		Zmiana ceny: 12m	23,2%
EV/EBITDA	24,4	8,8		6,3		6,0		Max (52 tyg.)	110,0
Dyid (%)	7,4	0,9		3,1		4,5		Min (52 tyg.)	61,1



W ubiegłym roku ZA Puławy prezentowały się słabo na tle innych spółek z branży nawozowej, co było związane z rozczarowującymi wynikami finansowymi oraz dyktowanym przez inwestorów ryzykiem udziału Spółki w prywatyzacji Polic. Obecnie perspektywa rezultatów w kolejnych kwartałach wygląda bardzo obiecująco, a prawdopodobieństwo wspomnianej akwizycji wyraźnie zmalało. Już wyniki za 2Q'10/11 powinny przynieść duże pozytywne zaskoczenie po słabym raporcie za poprzedni okres, a w kontekście zwiększenia mocy produkcyjnych na moczniku i uporania się z problemami technicznymi na melaminie dalsza część roku obrotowego będzie jeszcze lepsza. Zalecamy przeważanie akcji ZAP w tegorocznym portfelu i utrzymujemy rekomendację akumuluj.

Odbicie wyników dzięki podwyżce krajowych cen

Po bardzo słabym 1Q'2010/11 kolejny kwartał powinien przynieść już znaczną poprawę wyników ZAP, zarówno ze względu na zaniżoną bazę odniesienia (przypominamy że w poprzednim okresie wynik obniżyły ujemne różnice kursowe na należnościach handlowych i z tytułu ERU na kwotę -27 mln PLN oraz koszt niewykorzystanych mocy na poziomie 10,8 mln PLN), jak i przeprowadzoną w październiku podwyżkę cen nawozów na rynku krajowym (20-30% w zależności od produktu), która powinna z nawiązką zrekompensować wzrost cen gazu i problemy z instalacją melaminy (wykorzystanie mocy w 66%). W 2Q'2010/11 około 9% wyższa q/q była również marża przerobowa na kaprolaktamie, co przy oczekiwanym wzroście wolumenów (w poprzednim okresie przeprowadzany był tradycyjny przestój remontowy) pozytywnie przełoży się na wyniki, które na poziomie EBIT szacujemy na 30 mln PLN.

Zwiększenie mocy produkcyjnych już od 1Q'2011, nowe inwestycje

Inwestycja związana z rozbudową mocy wytwórczych mocznika o 270 tys. ton została już ukończona i od listopada jest w fazie rozruchu technologicznego. Swoje nominalne zdolności produkcyjne ten ciąg będzie uzyskiwał stopniowo, ale w roku 2011/12 powinien pracować już pełną parą, co będzie według naszych szacunków oznaczać ponad 300 mln PLN dodatkowych przychodów i około 50-60 mln PLN zysku operacyjnego (przy 20 mln PLN amortyzacji i 163 mln PLN kosztów zakupu gazu). Równolegle Spółka prowadzi inwestycje modernizacyjne kluczowych instalacji, które pozwolą na zmniejszenie zużycia gazu oraz energii w procesie produkcyjnym. Zarząd zamierza również kosztem 166 mln PLN zrealizować do 2012 roku projekt budowy nowego kompleksu nawozowego, który wykorzystując mocznik z ukończonej właśnie inwestycji i siarkę z instalacji odsiarczania spalin pozwoli na zaoferowanie rolnikom nowych produktów, zarówno płynnych jak i granulowanych. ZA Puławy utrzymują więc wysoki poziom nakładów inwestycyjnych w najbliższych latach (odsiarczanie spalin, stokaż amoniaku), co oznacza że mimo zwiększenia mocy produkcyjnych nie można oczekiwać wysokiej dywidendy.

Akwizycja Fosforów i oferta na Police

Prawdopodobnie na przełomie I-go i II-go kwartału Puławy powinny sfinalizować transakcję zakupu akcji Fosforów od Ciechu za łączną kwotę 228 mln PLN (łącznie ze 120 mln PLN długu). Do tego należy doliczyć wartość pakietu mniejszościowego należącego do MSP i pracowników, który można szacować na 12,6 mln PLN. Obecnie nie znamy szczegółowych danych finansowych przejmowanego podmiotu, ale na bazie szacunkowych wyników implikowany wskaźnik EV/EBITDA wynosi 6,5-7,6 a EV/S 0,65, co można uznać za cenę fair. W tym kontekście w kolejnych miesiącach spodziewamy się przedstawienia przez Zarząd dodatkowych planów związanych z tą akwizycją, które pozwolą na identyfikację dodanej wartości dla akcjonariuszy. Znacznie bardziej sceptycznie podchodzimy do pomysłu objęcia akcji w Policach, ale w związku ze wzrostem kursu tej spółki, oferta ZAP nie została zaakceptowana przez MSP i potencjalne ryzyko z nią związane się nie zmaterializuje.

Paliwa

- **Marże rafineryjne będą pozostawały pod presją, przynajmniej w pierwszym półroczu, w związku z wysokimi oczekiwaniami wbudowanymi w ceny ropy niekorespondującymi z aktualną sytuacją na rynku paliwowym, szczególnie w krajach rozwiniętych (wysokie zapasy, słabe dynamiki wzrostu). Dyferencjał Ural/Brent w przedziale 1,0-2,0 USD/Bbl nie zrekompensuje słabych cracków.**
- **Wyraźne zaostrzenie konkurencji na krajowym rynku związane z dodatkowym wolumenem w Lotosie, widoczne przy kontraktowaniu dużych odbiorców na początku roku, wpłynie na spadek premii lądowej.**
- **Zalecamy niedoważanie akcji rafinerii w portfelu. W naszym konserwatywnym scenariuszu większym ryzykiem jest obciążona inwestycja w Lotos, który z uwagi na twarde płatności kredytowe będzie bardziej wrażliwy na makro. Powrót do tych spółek warto rozważyć po wynikach za 1Q'11, kiedy rynek już zdyskontuje spadek marż w kraju, a możliwa korekta na rynku surowców pozwoli na odbudowę benchmarków.**
- **Alternatywą dla rafinerii pozostaje PGNiG, które powinno pochwalić się bardzo dobrymi wynikami za 4Q'10 i 1Q'11, a w 2H'2011 zacznie realizować przychody z projektu w Norwegii. Rynek powinien też zacząć dyskontować wzrost wyników w 2012 i 2013 w związku z kolejnymi projektami wydobywczymi i zwrotem z nowych magazynów. Sprzyjać może również oczekiwane od 2Q umocnienie złotego.**

Kluczowe rekomendacje: Lotos (Sprzedaj), Orlen (Redukuj), PGNiG (Kupuj)

Ubiegły rok upłynął pod znakiem wzrostów cen ropy naftowej (w przypadku mieszanki Brent dynamika przekroczyła 20%), co sprzyjało poprawie sentymentu do sektora paliwowego w szczególności w drugiej połowie roku. Optymizm wbudowywany w ceny surowca nie szedł jednak w parze z danymi z rynków paliwowych, co w ostatnich miesiącach doprowadziło do znacznego zawężenia marż rafineryjnych (abstrahując od krótkoterminowej poprawy sytuacji w Europie w czasie październikowych strajków we Francji). Wysokie stany zapasów produktów gotowych utrzymujące się w krajach rozwiniętych praktycznie na rekordowych poziomach z 2009 roku infekowały rentowność przerobu ropy, tym bardziej, że dynamiki popytu zaczęły powoli tracić impet wraz z rosnącą bazą. Właśnie ten element może mieć kluczowe znaczenie dla realizacji pojawiających się na rynku ambitnych prognoz popytu na ropę w 2011 roku. Zwracamy również uwagę, że w 4Q'10 dodatkowym impulsem dla rynku był popyt chiński wygenerowany przez wprowadzone przez rząd ograniczenia w zużyciu energii (przemysł zaczął więc produkować energię w oparciu o olej opałowy na własnych generatorach), który może wygasnąć, gdyż nie to było intencją administracyjnych limitów. Zagrożeniem dla rentowności w sektorze będą także uruchamiane nowe moce przerobowe i wstrzymanie wielu decyzji o wyłączeniu starych instalacji. Przypominamy, że w latach 2000-08 popyt na paliwa wzrósł na świecie o 11,1%, podczas gdy potencjał przerobowy tylko o 7,5%, co z roku na rok wspierało marże, ale jednocześnie zachęcało do nowych inwestycji. W efekcie według szacunków IEA w perspektywie 2015 roku powstaną dodatkowe instalacje o zdolnościach przerobowych na poziomie 7,5 mln baryłek/dzień. Dla zrównoważenia tego wzrostu podaży, popyt powinien w latach 2011-15 rosnać średniorocznie o około 1,7%, a tymczasem najnowsze prognozy Międzynarodowej Agencji Energii dla roku 2011 mówią o możliwym wzroście o 1,5%. Ostatecznie wskaźnik użycia instalacji rafineryjnych będzie utrzymywał się na niskim poziomie jeszcze przez kilka lat, a w przypadku petrochemii (etylenu) może spaść nawet do 77% z obecnych 80%.

Ważnym czynnikiem kształtującym wyniki Orlenu i Lotosu będzie również w naszej opinii spadająca premia lądowa wynikająca z zaostrzenia konkurencji w kraju w związku z dążeniem Lotosu do uplasowania jak największej części nowego wolumenu na atrakcyjnym polskim rynku. Pierwsze sygnały potwierdzające taki scenariusz pojawiły się już w momencie kontraktowania najważniejszych klientów hurtowych, przy którym Lotos odebrał Orlenowi znaczną część dostaw do stacji Shell prawdopodobnie oferując korzystniejsze warunki. Zapewne nie pozostało to bez wpływu na ofertowanie rafinerii do innych odbiorców. Podobna walka może mieć miejsce w przypadku paliwa lotniczego, gdzie do tej pory monopol miał Orlen (Lotos zamierza zwiększyć dostawy tego paliwa r/r nawet o 1 mln ton). W tym kontekście polskie spółki mogą zanotować spadek efektywnych marż, nawet przy stabilnych globalnych benchmarkach. Nie bez znaczenia może być w tym wypadku również oczekiwane umocnienie złotego.

W ostatnich tygodniach przy bardzo wysokich cenach ropy pewnym buforem rentowności dla rafinerii z regionu okazał się dyferencjał Ural/Brent, który dość szybko odbudował się z poziomów 1,5 USD/Bbl w okolice 2 USD/Bbl. Częściowo rekompensowało to rosnące ujemne marże na ciężkim oleju opałowym. Ostatni rok pokazał jednak, że ten parametr charakteryzuje się dużą zmiennością i dlatego w naszych prognozach założyliśmy konserwatywnie iż średnio będzie on zbliżony do poziomów z roku ubiegłego. Nie można jednak wykluczyć, że gdy OPEC zdecyduje się na zwiększenie kwot produkcyjnych, dyskonto na ropie zasiarczonej wzrośnie. Nie spodziewamy się jednak, aby stało się to w pierwszych miesiącach roku. Dodatkowym zagrożeniem dla dyferencjału może być natomiast rosnąca sprzedaż ropy rosyjskiej do Chin, gdzie powstają rafinerie przerabiające ciężkie mieszanki.



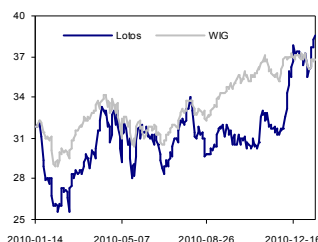
Lotos (Sprzedaj)

Cena bieżąca: 38,49 PLN Cena docelowa: 28,4 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	14 321,0	18 898,0	32,0%	25 514,4	35,0%	26 803,0	5,1%	Liczba akcji (mln)	129,9
EBITDA	704,6	1 106,4	57,0%	1 809,3	63,5%	2 109,9	16,6%	MC (cena bieżąca)	4 998,8
marża EBITDA	4,9%	5,9%		7,1%		7,9%		EV (cena bieżąca)	11 000,0
EBIT	419,8	683,1	62,7%	1 060,3	55,2%	1 310,9	23,6%	Free float	46,8%
Zysk netto	900,8	759,8	-15,6%	505,0	-33,5%	941,4	86,4%		
P/E	5,5	6,6		9,9		5,3		Zmiana ceny: 1m	6,4%
P/CE	4,2	4,2		4,0		2,9		Zmiana ceny: 6m	19,5%
P/BV	0,7	0,7		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	19,6%
EV/EBITDA	14,7	9,9		6,1		4,9		Max (52 tyg.)	38,5
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	25,5



Akcje Lotosu w całym 2010 roku zachowały się gorzej od indeksu WIG20, ale wyraźnie korzystały na poprawie sentymentu do sektora w końcówce roku i bardzo dobrych wynikach 3Q. W naszej opinii początek tego roku może być również niezbyt udany dla tej Spółki w kontekście trudnego otoczenia makro, ryzyka spadku premii lądowej na rynku krajowym oraz możliwych rozczarowaniach w wynikach 4Q'10 i 1Q'11 (rozgrzane oczekiwania po ostatnim raporcie kwartalnym). Biorąc pod uwagę obecną cenę akcji, obniżamy naszą rekomendację do sprzedaj. Warto będzie zwrócić uwagę na Lotos dopiero w drugim półroczu, kiedy spodziewamy się korzystniejszych marż rafineryjnych. Lepiej będą się w tym okresie prezentować również wyniki Spółki, już z uwzględnieniem pełnej utylizacji instalacji 10+ i produkcji na złożu Yme.

Perspektywa słabszych wyników w 4Q'2010 i 1Q'2011

Grupa Lotos po bardzo dobrych wynikach 3Q'2010 rozbudziła oczekiwania rynku, które w naszej opinii mogą nie zostać spełnione, zarówno z uwagi na pogorszenie makro rafineryjnego (słabe marże i obecny spadek dyferencjału), jak i rosnącą konkurencję krajową (presja na premię lądową) oraz brak wyraźnego wsparcia dodatnich operacyjnych różnic kursowych. Wszystko wskazuje też na to, że można spodziewać się opóźnień w uruchomieniu produkcji na złożu Yme w związku z sygnalizowanymi przez Zarząd utrudnieniami pogodowymi. Platforma wiertnicza nadal stacjonuje w porcie, a miała być instalowana na złożu już w listopadzie.

Pełne uruchomienie instalacji 10+ już w prognozach

Począwszy od 2Q'11 nowe instalacje programu 10+ będą już pracowały pełną parą, co nie tylko pozwoli na zwiększenie przerobu, ale również poprawę struktury uzysków. W naszych prognozach uwzględniamy już jednak efekty finansowe tego przedsięwzięcia i zwracamy uwagę na fakt, że obok wzrostu marży z tytułu realizowanych cracków i dyferencjału Ural/Brent nie można pomijać rosnącej strony kosztowej (koszty energetyczne, zakup gazu do nowych instalacji, zwiększone zatrudnienie, utrzymanie ruchu i remonty). Wyższe mogą być również koszty sprzedaży w związku z koniecznością plasowania części dodatkowego wolumenu na rynku morskim. Nie można także zapominać, że instalacje 10+ były projektowane w otoczeniu bardzo wysokich cracków na dieslu, który obecnie charakteryzuje się niższą zyskowością od benzyny. W tym kontekście Lotos będzie bardziej wrażliwy niż dotychczas na globalne benchmarki, a my zakładamy utrzymanie się trudnego otoczenia w sektorze w 1H'2011.

Prywatyzacja – tylko zapowiedzi?

Do 14 marca MSP czeka na wstępne oferty w procesie prywatyzacji Lotosu. W prasowych artykułach już pojawiły się spekulacje o zainteresowaniu udziałem w tej transakcji koncernów rosyjskich i amerykańskich. Jednocześnie premier zapowiedział, że nie należy się spodziewać rozstrzygnięcia w tej sprawie przed 2012 rokiem, co wpisuje się w kalendarz tegorocznych wyborów. W naszej opinii ostatnie zamieszanie z domniemanym libijskim kapitałem przy sprzedaży Enei wskazuje, że dopuszczenie państwowych rosyjskich gigantów do transakcji jest mało prawdopodobne, a zainteresowanie wyrażane przez Chevron czy Exxon należy traktować bardziej jako element marketingu w kontekście ich starań o eksploatację złóż gazu łupkowego niż realne zamiary złożenia oferty. Nie jest więc wykluczone, że MSP ostatecznie zaoferuje pakiet Lotosu inwestorom finansowym.

Twarde płatności kredytowe wobec niepewnego otoczenia makro

Płatności wynikające z rat kapitałowych oraz kosztów odsetkowych kredytu na program 10+ rozpoczną się w połowie 2011 roku, a ostateczny termin spłaty wyznaczono na rok 2023 (12,5 roku od rozpoczęcia obsługi kredytu). W skali roku w najbliższych latach mogą one przekraczać 500 mln PLN. Przypominamy, że mimo obecnych niskich stóp procentowych, kupony płacone przez Lotos będą znacznie wyższe z uwagi na uruchomiony hedging poprzez swapy IRS i dlatego przy wycenie należy powiększać dług netto o aktualną ujemną wycenę tych instrumentów (-340 mln PLN).



PGNiG (Kupuj)

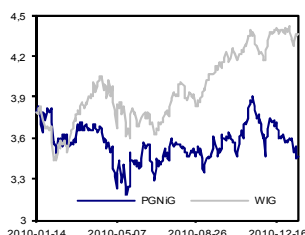
Cena bieżąca: 3,46 PLN

Cena docelowa: 4,4 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-03

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	19 290,4	21 492,9	11,4%	23 126,7	7,6%	23 926,7	3,5%	Liczba akcji (mIn)	5 900,0
EBITDA	2 830,0	3 712,9	31,2%	4 097,1	10,4%	5 097,1	24,4%	MC (cena bieżąca)	20 414,0
marża EBITDA	14,7%	17,3%		17,7%		21,3%		EV (cena bieżąca)	24 341,2
EBIT	1 333,8	2 249,1	68,6%	2 453,4	9,1%	3 193,0	30,1%	Free float	27,5%
Zysk netto	1 202,0	1 927,2	60,3%	1 733,7	-10,0%	2 088,4	20,5%		
P/E	17,0	10,6		11,8		9,8		Zmiana ceny: 1m	-5,7%
P/CE	7,6	6,0		6,0		5,1		Zmiana ceny: 6m	-3,6%
P/BV	1,0	0,9		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	-9,2%
EV/EBITDA	7,5	6,0		5,9		4,5		Max (52 tyg.)	3,9
Dyid (%)	0,7	2,3		3,8		3,4		Min (52 tyg.)	3,2



PGNiG w ubiegłym roku okazało się wbrew naszym oczekiwaniom jedną z najgorszych spółek z WIG20, głównie w związku z rozczarującymi wynikami za I-sze półrocze. Perspektywa na najbliższe kwartały wygląda jednak bardzo obiecująco praktycznie dla wszystkich segmentów. Dodatkowo w tym roku inwestorzy powinni już przykładać większą wagę do prognoz na rok 2012, które będą uwzględniały w pełni zyski na zagranicznych projektach wydobywczych (Norwegia będzie widoczna już w 2H'2011) i nowych pojemnościach magazynowych oraz rosnący zwrot na aktywach dystrybucyjnych. Powinno to zmieniać klasyfikację PGNiG w portfelach inwestycyjnych z klasycznej spółki defensywnej na podmiot oparty na aktywach wydobywczych i infrastrukturalnych z malejącą rolą regulowanej działalności handlowej. Dla naszych prognoz na lata 2011-2012, na EV/EBITDA Spółka jest notowana z dyskontem 18% i 29% do grupy porównawczej, a konsensus 2012 plasuje się 14% poniżej naszych szacunków. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Perspektywa bardzo dobrych wyników w najbliższych kwartałach

Spread na gazie z importu w 4Q'10 był dla Spółki bardzo korzystny i ta relacja powinna się utrzymać również w 1Q'11 mimo zatwierdzonej obniżki taryfy o 3,2%. Wysokie wolumeny będą sprzyjać w tych okresach wynikom w segmencie dystrybucji, podobnie jak droga ropa w obszarze wydobywczym (wyższe ceny tego surowca nie powinny infekować wyników obrotu ze względu na duże opóźnienie indeksacji cen gazu rosyjskiego oraz stosowany hedging). Dodatkowym wsparciem dla 4Q będzie zaksięgowanie uzyskanego dyskonta w kontrakcie jamalskim, które powinno sięgnąć 140 mln PLN. Nie można również wykluczyć stopniowego rozwiązywania rezerw na należności w związku z poprawą sytuacji płatników z sektora chemicznego (przez ostatnie 2 lata Spółka odpisała lub zawiązała rezerwy na kwotę 577 mln PLN, z czego 200 mln PLN na długi spółek chemicznych) lub odwracania odpisów na aktywa.

Projekty wydobywcze już w 2H'2011, dodatkowe zyski z infrastruktury

Kolejne kwartały 2011 roku powinny sprzyjać podnoszeniu rynkowego konsensusu dla PGNiG, w szczególności na rok 2012, które nie w pełni uwzględniają pozytywny wpływ uruchamianych projektów wydobywczych oraz infrastrukturalnych. Dotychczas były one brane pod uwagę tylko w prognozach capex (2,9 mld PLN na magazyny) bądź długu netto (w ostatnich 2 latach PGNiG wydało 750 mln USD na zagraniczne przedsięwzięcia wydobywcze), a tymczasem już od 2H'11 na poziomie EBITDA pojawiają się zyski z produkcji węglowodorów w Norwegii (95 mln USD), a w 4Q'11 prawdopodobnie rozpocznie się również wydobywanie w Pakistanie (38 mln USD EBITDA w 2012 roku). Pojawi się także perspektywa wzrostu zysków z opłat magazynowych w 2012 wraz z zakończeniem w tym roku rozbudowy infrastruktury w Wierchowicach i Strachocinie (255 mln PLN na poziomie EBITDA). Wszystko wskazuje też na to, że wcześniej niż zakładamy rozpocznie się produkcja w kopalni LMG (koniec 2012 vs. zakładane 2H'2013).

Capex w 2011 roku – możliwa rewizja w dół

PGNiG tradycyjnie podaje prognozy nakładów inwestycyjnych, które często są później podstawą dla rynkowych szacunków w modelach DCF. Tymczasem zwracamy uwagę, że Spółka prezentuje capex z uwzględnieniem prac w ramach sił własnych, które znajdują już odzwierciedlenie w kosztach operacyjnych (pracownicy w zależnych spółkach poszukiwawczych i inżynierskich). Przykładowo w 2009 roku kiedy zapowiadano 5 mld PLN inwestycji, wydatki w cash flow wyniosły 3,8 mld PLN. Po trzech kwartałach 2010 roku nakłady inwestycyjne to zaledwie 2,2 mld PLN i trudno oczekiwać, aby w ostatnim kwartale nawet biorąc pod uwagę kumulację większej liczby projektów udało się osiągnąć poziom 4 mld PLN (nasza prognoza 3,9 mld PLN, a Zarząd zapowiadał 5 mld PLN). W najbliższych kwartałach niższe poziomy wydatków prezentowanych w cash flow powinny być więc podstawą do weryfikacji niektórych prognoz, a przypominamy, że tegoroczny cel PGNiG to capex na poziomie 5,5 mld PLN (nasza prognoza 4,2 mld PLN).



PKN Orlen (Redukuj)

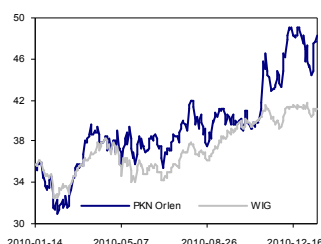
Cena bieżąca: 48,2 PLN

Cena docelowa: 40,7 PLN

Analitik: Kamil Kliszc

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-03

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	67 928,0	82 211,0	21,0%	88 844,2	8,1%	94 943,6	6,9%	Liczba akcji (mln)	427,7
EBITDA	3 665,0	5 216,2	42,3%	4 956,1	-5,0%	5 523,5	11,4%	MC (cena bieżąca)	20 615,6
marża EBITDA	5,4%	6,3%		5,6%		5,8%		EV (cena bieżąca)	33 923,5
EBIT	1 097,0	2 730,4	148,9%	2 131,2	-21,9%	2 650,5	24,4%	Free float	72,5%
Zysk netto	1 308,7	2 126,7	62,5%	1 915,8	-9,9%	2 177,4	13,7%		
P/E	15,8	9,7		10,8		9,5		Zmiana ceny: 1m	-0,2%
P/CE	5,3	4,5		4,3		4,1		Zmiana ceny: 6m	23,1%
P/BV	1,1	1,0		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	34,7%
EV/EBITDA	9,2	6,4		6,8		5,9		Max (52 tyg.)	49,0
Dyid (%)	0,0	0,0		2,1		2,0		Min (52 tyg.)	31,1



Orlen okazał się jedną z lepszych inwestycji z indeksu WIG20 w ubiegłym roku, czemu sprzyjała nie tylko poprawa sentymentu do sektora, ale również bardzo dobre wyniki finansowe, mocny cash flow i obniżenie zadłużenia poprzez optymalizację kapitału obrotowego. W ostatnim czasie pojawiły się jednak na rynku bardzo optymistyczne prognozy dla tej Spółki na rok 2011, które w naszej opinii są wymagające zarówno w kontekście wysokiej bazy (ponad 1 mld PLN efektu LIFO), jak i spodziewanego spadku premii łądowej z uwagi na rosnącą konkurencję. Rekordowe ceny detaliczne paliw w Polsce mogą również stwarzać dodatkową presję na wynik segmentu detalicznego poprzez zawężenie marż na stacjach. Dodatkowo, budowane ostatnio oczekiwania co do wysokiej dywidendy mogą zostać nieco schłodzone poprzez nowe projekty strategiczne (upstream i energetyka) oraz opóźniające się procesy dezinvestycyjne. W pierwszych miesiącach roku oczekujemy więc, że akcje Orlenu będą zachowywały się gorzej od indeksu i warto powrócić do tych walorów w 2H'2011. Przy obecnych cenach utrzymujemy rekomendację redukuj.

Ryzykownie wysokie nowe prognozy zysków na 2011

W ostatnich miesiącach pojawiły się bardzo optymistyczne prognozy wyników dla PKN Orlen przekraczające wyraźnie 5,5 mld PLN na poziomie EBITDA, które implikowałyby poprawę rezultatów na bazie LIFO o ponad 1,3 mld PLN w ujęciu r/r (efekt przeszacowania zapasów w 2010 może przekroczyć 1 mld PLN). Tymczasem utrzymujące się niekorzystne makro rafinerijne, możliwa presja na premię łądową w kraju, słabnące cracki petrochemiczne, możliwe przestoje remontowe (odłożony kapitałny przestój w Możejkach), wyższe koszty zużycia własnych czy niskie marże detaliczne na stacjach benzynowych wskazują, że osiągnięcie takich rezultatów może być bardzo trudne tym bardziej że nowa instalacja PX/PTA według naszych szacunków będzie w stanie wygenerować maksymalnie 250-300 mln PLN dodatkowego strumienia EBITDA. Pierwszym sygnałem ostrzegawczym mogą być słabsze w porównaniu z ostatnimi kwartałami wyniki za 4Q'10 i 1Q'11.

Małe szanse na wysoką dywidendę, wejście w upstream jako dodatkowe ryzyko

Zestawienie obniżonego długu netto Orlenu z oczekiwanym spadkiem nakładów inwestycyjnych zaowocowało pojawieniem się optymistycznych oczekiwań dotyczących polityki dywidendowej koncernu. W naszej opinii wobec kończącego się programu rozbudowy potencjału w petrochemii bardzo prawdopodobna jest jednak aktualizacja dotychczasowej strategii Spółki i uwzględnienie w planach inwestycyjnych większych nakładów na energetykę i projekty wydobywcze (przy obecnych cenach ropy może to być najbardziej ryzykowny element tych planów), które skutecznie uniemożliwią większe transfery do akcjonariuszy. Osłabienie retoryki Zarządu w sprawie sprzedaży Możejki i wciąż opóźniający się proces sprzedaży Polkomtela (brak konsensusu akcjonariuszy operatora) wskazują, że trudno też liczyć na szybkie realizacje wpływów dezinvestycyjnych.

Brak miejsca na dalszą optymalizację kapitału obrotowego

Przeprowadzenie optymalizacji kapitału obrotowego i sprzedaż zapasów obowiązkowych stanowiły jeden z głównych mechanizmów pozwalających na znaczące obniżenie zadłużenia netto Orlenu na przestrzeni ostatnich kilku kwartałów (około 2,2 mld PLN). Obecnie jednak potencjał wynikający z wydłużania płatności za ropę, czy też faktoringu należności już się wyczerpał i w tym obszarze można raczej obawiać się pogorszenia cyklu obrotu niż dalszego ich śrubowania (choćby efekt zaostrożonej konkurencji na rynku krajowym mogącej wpłynąć na wydłużenie kredytów kupieckich czy też generalny wzrost kosztów finansowania). Nadal Zarząd może dokonywać natomiast transakcji sprzedaży zapasów obowiązkowych, choć i w tym wypadku wydaje się, że przestała to być formuła konkurencyjna do zadłużenia bankowego (koszty hedgingu). W tym kontekście saldo kapitału obrotowego w najbliższych kwartałach mogą rozczarowywać, choć jeszcze w 4Q zaksięgowana zostanie transakcja na rezerwach obowiązkowych za 900 mln PLN.

Energetyka

- **Dodatknie dynamiki w konsumpcji energii w Europie powinny być kontynuowane, ale efekt bazy widoczny już pod koniec 2010 roku będzie utrudniał wypracowanie wysokich wzrostów. W przypadku Polski oczekujemy zwiększenia zapotrzebowania na prąd o 2-3%, co przy planowanym uruchomieniu bloku w Bełchatowie nie pozwoli na znaczący wzrost cen (co najwyżej 3-5%).**
- **Widoczny wzrost obrotów na rynku terminowym (TGE i GPW) w otoczeniu wysokiej dynamiki PKB może jednak sprzyjać spekulacyjnym wzrostom notowań kontraktów, co bezpośrednio wpływałoby na wyceny spółek.**
- **Oczekujemy wyraźnego spadku dynamiki wzrostu wyników w dystrybucji z uwagi na ustalone przez URE ambitne cele wolumenowe (+2,4%), których realizacja może okazać się trudna. Kluczowe będą podjęte programy redukcji kosztów.**
- **Ważne dla sektora będą wyniki pierwszych przetargów na nowe bloki, których można się spodziewać w drugiej połowie roku. Wynegocjowane kontrakty będą stanowiły benchmarki dla rozpoczynającego się ogromnego programu inwestycyjnego, co może wpływać na rewizję capex w modelach DCF. Widzimy tu pole do pozytywnych zaskoczeń w kontekście dużej konkurencji wykonawców.**
- **W tym roku spodziewać się można rozstrzygnięć w zakresie nowych regulacji dla odnawialnych źródeł energii, które będą mieć istotny wpływ na wyniki finansowe elektrowni wodnych, a także opłacalność nowych inwestycji.**
- **Najciekawszą inwestycją w sektorze pozostaje Tauron. PGE również oferuje potencjał wzrostowy, ale ryzykiem pozostaje nawis podaży akcji od MSP. Najmniej interesujące są akcje Enei i CEZ-u.**

Kluczowe rekomendacje: Tauron (Kupuj), Enea (Redukuj)

W 2010 roku sektor energetyczny odbudowywał wolumeny sprzedaży po załamaniu popytu w roku 2009. Zarówno w Polsce, jak i w Czechach czy Niemczech odnotowaliśmy wzrost konsumpcji prądu o 3,4-4,0%, co na tych dwóch pierwszych rynkach oznaczało zbliżenie się do poziomów sprzed kryzysu. W przypadku Niemiec konsumpcja nadal jednak kształtowała się znacznie poniżej 2008 roku (średnio o około 4,5%), co łącznie z wysoką podażą energii z elektrowni wiatrowych i perspektywą uruchomienia nowych bloków konwencjonalnych uniemożliwiało istotne odbicie cen. Spadek dynamik wzrostu popytu w kolejnych miesiącach roku (dla wszystkich wspomnianych krajów w końcówce 2011 wzrosty w ujęciu r/r wynosiły już tylko 1,5-2%, poza grudniem, gdzie pogoda wywindowała zużycie w Polsce o 6,5% r/r) wynikający z rosnącej bazy może być hamulcem dla cen również w tym roku. Kluczowe będą już jednak nie notowania spotowe (znaczna część sprzedaży na 2011 jest już zakontraktowana), a terminowe kontrakty na kolejne lata, a te wraz z realizacją optymistycznych prognoz PKB mogą pisać się w górę. Będzie to jednak następować stopniowo i taki scenariusz może mieć wpływ na kursy spółek dopiero w 2H. W Polsce rozwijające się obecnie bardzo dynamicznie platformy obrotu energią mogą być szczególnie wrażliwe na takie prognozy, biorąc pod uwagę oczekiwany przez nas problem ze zbilansowaniem rynku w latach 2013-14.

W najbliższych miesiącach, podobnie jak w 2010 roku, istotny wpływ na notowania spółek energetycznych mogą mieć decyzje urzędników, zarówno jeśli chodzi o potencjalną podaż akcji, jak i uwarunkowania prawne dla sektora. Spodziewamy się, że czeski rząd przedstawi swoje plany dotyczące kwot derogacyjnych dotyczących przydziału uprawnień CO₂, których rewizję niedawno zapowiedział. Z kolei w Polsce w decydującą fazę wejdzie proces tworzenia nowego systemu wsparcia dla energii odnawialnej. Możliwe wprowadzenie taryf typu feed-in zamiast zielonych certyfikatów mogłoby mieć negatywny wpływ, zarówno na stare elektrownie wodne, jak i nowe inwestycje, w przypadku których ustalenie ceny sprzedaży energii na stałym poziomie uniemożliwiłoby korzystanie na wroście rynkowych cen prądu. Jeśli chodzi o decyzje URE to tak naprawdę w kontekście 2011 roku zostały one już podjęte, a więc ustalono zarówno taryfy G, jak i taryfy dystrybucyjne. W naszej opinii cele wolumenowe postawione przez regulatora oznaczają, że segment przesyłu energii nie będzie już w tym roku takim motorem wyników jakim był w ubiegłym, a sprzedaż do gospodarstw domowych pozostanie deficytowa.

Powoli rozpoczyna się realizacja szeroko zakrojonych planów inwestycyjnych w energetyce i ten rok powinien przynieść pierwsze rozstrzygnięcia w przetargach na budowę nowych bloków. Spodziewamy się podpisania kontraktów w Elektrowni Opolo, Elektrowni Turów, Elektrowni Stalowa Wola, Elektrowni Jaworzno czy Elektrowni Koźlenice. Kluczowe będą warunki cenowe uzgadniane z wykonawcami, gdyż będą one stanowiły benchmark dla założeń nakładów inwestycyjnych dla kolejnych projektów. W naszej opinii w kontekście obserwowanej dużej konkurencji firm budowlanych mogą pojawić się pozytywne zaskoczenia w tym zakresie i koszty budowy bloku węglowego mogą okazać się niższe od aktualnego benchmarku na poziomie 1,5 mln EUR/MW. Przy takim scenariuszu wyceny rynkowe energetycznych koncernów mogłyby istotnie wzrosnąć, gdyż według naszych szacunków spadek kosztów budowy 1MW mocy o 10% oznaczałoby zwiększenie wartości pokrywanych spółek od 5% (CEZ) do nawet 16% (Tauron).



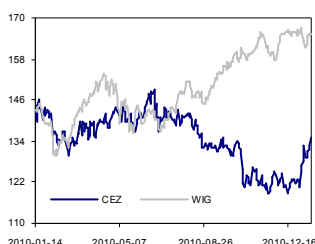
CEZ (Trzymaj)

Cena bieżąca: 134,9 PLN Cena docelowa: 129,5 PLN

Analitik: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-29

(mIn CZK)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	196 352,0	198 726,0	1,2%	200 950,5	1,1%	213 791,8	6,4%	Liczba akcji (mln)	538,0
EBITDA	91 075,0	88 200,3	-3,2%	86 396,5	-2,0%	92 612,8	7,2%	MC (cena bieżąca)	72 574,8
marża EBITDA	46,4%	44,4%		43,0%		43,3%		EV (cena bieżąca)	100 273,0
EBIT	68 199,0	64 895,3	-4,8%	61 787,1	-4,8%	67 383,8	9,1%	Free float	29,3%
Zysk netto	51 547,0	49 503,6	-4,0%	45 863,3	-7,4%	50 293,6	9,7%		
P/E	8,9	9,3		10,0		9,1		Zmiana ceny: 1m	13,3%
P/CE	6,2	6,3		6,5		6,1		Zmiana ceny: 6m	-5,7%
P/BV	2,3	2,1		1,9		1,7		Zmiana ceny: 12m	129,5%
EV/EBITDA	6,5	7,0		7,3		6,9		Max (52 tyg.)	148,8
Dyid (%)	5,8	6,2		6,0		5,5		Min (52 tyg.)	118,7



Akcje CEZ okazały się w ubiegłym roku najgorszą inwestycją w ramach regionalnego sektora energetycznego za sprawą niskich notowań cen energii w Niemczech oraz niekorzystnymi decyzjami czeskiego rządu na temat energii solarnej i uprawnień CO₂. W naszej opinii słabe wyniki finansowe i perspektywa rozstrzygnięć w sprawie limitów derogacyjnych po roku 2012 również w tym roku nie pozwolą koncernowi pobić benchmarku. Spółka wygląda mało atrakcyjnie na mnożnikach, a dodatkowym ryzykiem jest zapowiadana już w ubiegłym roku potencjalna podaż akcji ze strony rządu. Być może dobrym momentem na kupno akcji CEZ będzie 2H'2011, kiedy argumentem będzie wysoka stopa dywidendy oraz możliwe wzrosty cen prądu w Niemczech. Utrzymujemy rekomendację trzymaj.

Spadek wyników w 2011 roku – niższe ceny, nowe podatki

W 2011 roku oczekujemy spadku zysków koncernu, przede wszystkim w segmencie wytwarzania energii. Obok spadku średniej efektywnej ceny sprzedaży (różnica na poziomie hedgingu wyniesie około 2 EUR/MWh), głównym czynnikiem za to odpowiedzialnym będą nałożone przez rząd obciążenia podatkowe dla energetyki solarnej (26% od przychodów oraz wycofanie wcześniejszych 5-letnich zwolnień podatkowych) oraz 32% podatek od darmowych uprawnień do emisji CO₂ (roczne koszty na poziomie 3,5-3,7 mld CZK). Częściowo będzie to neutralizowane przez wejście do wyników I-etapu inwestycji wiatrowej w Rumunii (w grudniu zakończyły się testy turbin prowadzone przez GE).

Dywidenda tradycyjnie wysoka, obniżony capex

Ważnym pozytywnym katalizatorem kursu akcji CEZ może być tradycyjnie wysoka dywidenda, która przy obecnym kursie powinna implikować *yield* na poziomie 6,1%. Utrzymanie takiego transferu do akcjonariuszy będzie możliwe mimo oczekiwanego spadku zysków, dzięki zapowiedzianym cięciom w wydatkach inwestycyjnych. Według aktualnego planu Zarządu nakłady w 2011 będą niższe niż wcześniej planowano aż o 18,9 mld CZK. Nie można również wykluczyć jakichś działań dezinvestycyjnych (Skawina, spółki tureckie). Kolejnym argumentem za wypłatą wysokiej dywidendy mogą być potrzeby budżetowe rządu, który jeszcze niedawno rozważał sprzedaż pakietu akcji koncernu (taka transakcja w kontekście zapowiedzianej rewolucji w systemie darmowych uprawnień CO₂ może być trudna do przeprowadzenia).

Oczekiwanie na propozycję rządu w sprawie CO₂ po 2012 roku

W 2010 roku rząd czeski rozpoczął dyskusję na temat przydziału darmowych uprawnień emisyjnych dla energetyki po wejściu pakietu klimatycznego sugerując, że dotychczas planowana pula 70% alokacji w 2013 roku może ulec zmianie. Rozważane jest mianowicie przeznaczenie większej liczby przysługujących Czechom certyfikatów na sprzedaż w ramach aukcji. Dodatkowe dochody budżetowe uzyskane w ten sposób mogłyby sfinansować energię solarną od 2013 roku, kiedy nie pojawią się już wpływy z podatku od uprawnień naliczonego tylko dla uprawnień z II-go planu alokacji. W zależności od zakładanej ceny certyfikatu CO₂, zrekomensowanie wpływów podatkowych uzyskanych tylko od koncernu CEZ oznaczałoby konieczność sprzedaży uprawnień do emisji 6-7 mln ton dwutlenku węgla. Na razie administracja nie przedstawiła jeszcze żadnych konkretnych propozycji, ale należy oczekiwać że takie w końcu się pojawią. W naszych prognozach założyliśmy, że derogacyjny przydział darmowych certyfikatów wyniesie w 2013 roku 50% zapotrzebowania.



Enea (Redukuj)

Cena bieżąca: 23,04 PLN Cena docelowa: 21,43 PLN

Analitik: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-03

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	7 167,3	7 629,3	6,4%	7 882,6	3,3%	8 458,3	7,3%	Liczba akcji (mln)	441,4
EBITDA	1 167,0	1 371,6	17,5%	1 417,4	3,3%	1 610,2	13,6%	MC (cena bieżąca)	10 170,8
marża EBITDA	16,3%	18,0%		18,0%		19,0%		EV (cena bieżąca)	8 972,8
EBIT	505,6	699,4	38,3%	725,5	3,7%	900,3	24,1%	Free float	18,4%
Zysk netto	513,6	654,4	27,4%	676,3	3,3%	762,4	12,7%		
P/E	19,8	15,5		15,0		13,3		Zmiana ceny: 1m	-4,6%
P/CE	8,7	7,7		7,4		6,9		Zmiana ceny: 6m	25,5%
P/BV	1,1	1,0		1,0		1,0		Zmiana ceny: 12m	15,2%
EV/EBITDA	8,1	5,8		6,3		6,6		Max (52 tyg.)	24,4
Dyid (%)	2,0	1,6		3,2		2,7		Min (52 tyg.)	17,1



Spekulacje na temat rozstrzygnięć w procesie prywatyzacji wywindowały w ubiegłym roku kurs akcji Enei i obecnie jest ona relatywnie najdroższa z polskich spółek energetycznych (EV/EBITDA na ten rok wynosi 6,3, podczas gdy dla PGE jest to 5,8 a dla Taurona 4,7). Nie spodziewamy się, aby ostateczna oferta EdF, jeśli będzie złożona, zaskoczyła inwestorów pod względem ceny w kontekście oczekiwań rozgrzanych już wcześniej przez publikacje prasowe mówiące o poziomie 25 PLN. W zestawieniu tego z brakiem atrakcyjnej dynamiki na wynikach finansowych, zalecamy wykorzystywanie obecnych cen do redukcji pozycji. Jeśli prywatyzacja się nie powiedzie na pewno będzie lepsza okazja do zakupu akcji Enei, być może w 2H'2011. Utrzymujemy rekomendację redukcji.

Wyniki 2011 roku podobne do 2010

Wyniki Enei w 2011 roku nie powinny w naszej opinii istotnie różnić się od ubiegłorocznych, a oczekiwany 3% wzrost EBITDA to głównie efekt oczekiwanego wzrostu zysków w dystrybucji w związku z procesem dochodzenia do pełnego zwrotu z WRA. Na tle konsensusu rynkowego nasze prognozy są pod tym względem bardzo konserwatywne (różnica wynosi aż -16%), ale w kontekście przyznanych przez URE tariff (niski wzrost cennika przy wysokich podwyżkach taryfy dla PSE oraz ambitnym celu wolumenowym zakładającym wzrost sprzedaży o 2,4%), a także aktualnych cen energii na TGE (w kontraktach terminowych implikowany wzrost r/r tylko o 2%) uważamy że większy optymizm nie jest uzasadniony. Wysoka konkurencja utrzymująca się w segmencie klientów przemysłowych również nie pozwoli na poprawę marży handlowej.

Szansa na rozpoznanie zaległych rekompensat KDT

Jednym z czynników, które mogą wpłynąć na pozytywne odchylenie zysków Enei od naszych prognoz może okazać się wysokość rekompensat KDT, których nie uwzględniamy w przychodach Elektrowni Kozienice na rok 2011. Przypominamy, że URE za lata 2008 i 2009 zatwierdziło Spółce znacząco niższe środki niż wynikało to z przedstawionych wniosków o zaliczki (w sumie tylko 20 mln PLN). Tymczasem według kalkulacji Enei w ramach korekty rocznej elektrownia powinna otrzymać odpowiednio 111 mln PLN i 78,6 mln PLN. Obecnie toczą się postępowania sądowe, które mają rozstrzygnąć ten spór i jeśli będą korzystne to takie kwoty powiększą przychody, a jednocześnie zyski Spółki. Przepływy gotówkowe będą jednak nieco niższe z uwagi na otrzymane już zaliczki od URE (za rok 2008 niezwrócone zaliczki to 44,7 mln PLN). Na razie trudno jednak spekulować kiedy i jakie decyzje w tej sprawie zapadną.

Proces prywatyzacji – kontynuacja

Według aktualnego harmonogramu prywatyzacji Enei, rozstrzygnięcie w tej sprawie powinno nastąpić jeszcze w 1Q'2011. Obecnie wyłączność na negocjacje ma EdF po tym jak resort wycofał się z rozmów z Kulczyk Investments. W naszej opinii taki niespodziewany zwrot w tym procesie nie przysłużył się poprawie siły sprzedającego i trudno liczyć, że francuski koncern zapłaci więcej niż wcześniej proponował KI. Wydaje się bowiem, że to nie cena a inne elementy oferty polskiego inwestora nie spełniły wymagań Ministerstwa. Ważnym aspektem dla finalizacji sprzedaży Enei może być również możliwe fiasko transakcji dotyczącej Energii (sprzeciw UOKiK), gdyż oznacza to iż koncern z Poznania nie jest jednak ostatnią szansą dla zagranicznych podmiotów na zbudowanie mocnej zintegrowanej ekspozycji na polski rynek energetyczny.



PGE (Kupuj)

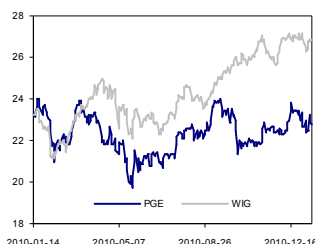
Cena bieżąca: 22,8 PLN

Cena docelowa: 26,73 PLN

Analitik: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-13

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	21 623,4	21 029,7	-2,7%	22 398,2	6,5%	24 499,9	9,4%	Liczba akcji (mln)	1 869,8
EBITDA	7 983,4	6 995,8	-12,4%	7 984,6	14,1%	9 083,4	13,8%	MC (cena bieżąca)	42 631,1
marża EBITDA	36,9%	33,3%		35,6%		37,1%		EV (cena bieżąca)	46 273,6
EBIT	5 344,7	4 288,2	-19,8%	5 090,0	18,7%	5 967,5	17,2%	Free float	30,7%
Zysk netto	3 370,7	3 124,5	-7,3%	3 774,5	20,8%	4 208,4	11,5%		
P/E	11,7	13,6		11,3		10,1		Zmiana ceny: 1m	-0,9%
P/CE	6,6	7,3		6,4		5,8		Zmiana ceny: 6m	2,9%
P/BV	1,3	1,2		1,1		1,1		Zmiana ceny: 12m	-3,4%
EV/EBITDA	5,6	6,3		5,8		5,9		Max (52 tyg.)	24,0
Dyid (%)	3,1	3,1		3,7		4,4		Min (52 tyg.)	19,7



W przypadku PGE utrzymujemy rekomendację kupuj, ale w związku z ciągłym ryzykiem podaży akcji ze strony MSP (to właśnie ten czynnik odpowiada za słabość kursu w 2010 roku) inwestorzy powinni raczej wykorzystywać nadarzające się „okienka inwestycyjne” niż realizować strategię „kup i trzymaj”. Wsparciem dla kursu powinna być wydana właśnie negatywna decyzja UOKiK w sprawie Energi, a później w ciągu roku warto zwrócić uwagę na wyniki 2Q uwzględniające już nowy blok w Bełchatowie. Spółka powinna też reagować na ewentualne wzrosty cen na rynku terminowym w kontraktach na rok 2012.

Wyraźna poprawa wyników w ujęciu r/r nawet bez wzrostu cen

Wzrost EBITDA w ujęciu r/r o 14% będzie przede wszystkim konsekwencją uwzględnienia na poziomie przychodów testowanego obecnie nowego bloku w Elektrowni Bełchatów, który może na tym poziomie przynieść około 660 mln PLN dodatkowego zysku. Dodatkowym wsparciem powinien być również segment dystrybucji, aczkolwiek w taryfach zatwierdzonych przez URE wbudowany jest dość ambitny wskaźnik wzrostu wolumenów (+2,4% wobec dynamiki w ostatnich miesiącach 2010 roku na poziomie 1,3%-1,6%), który może stanowić zagrożenie dla realizacji zaplanowanego przychodu regulowanego.

Prawdopodobna zmiana sposobu księgowania rekompensat KDT

W naszych prognozach dotyczących rekompensat KDT dla PGE zakładamy dotychczasowy model księgowania i zaliczkowania tych płatności. Spółka sygnalizuje jednak, że może zdecydować się na zmianę sposobu rozliczania rekompensat z memoriałowej na gotówkową, co umożliwiają zapisy ustawy. Taki zabieg, biorąc pod uwagę harmonogram płatności kredytowych w Elektrowni Opolo i Elektrowni Turów, oznaczałby iż w 2011 roku PGE otrzyma znacznie więcej środków z URE niż oczekujemy (oczywiście kosztem niższych płatności w przyszłych latach). Zamiast 400 mln PLN Spółka mogłaby z tego tytułu zaksięgować ponad 1 mld PLN. Na razie jednak nie podjęto w tej sprawie ostatecznej decyzji, nie znamy również wytycznych księgowych czy całość dodatkowych środków przejdzie przez rachunek wyników.

Decyzja UOKiK w sprawie Energi

UOKiK wydał negatywną decyzję w sprawie przejęcia przez PGE akcji koncernu Energa od MSP. Transakcja ta pozwalałaby na zbudowanie dodatkowej wartości dla akcjonariuszy, ale tylko poprzez stworzenie na bazie Energi koncernu skoncentrowanego na OZE bez obciążenia ryzykiem CO₂, ale wszystko wskazuje na to, że planowane zmiany w systemie wsparcia dla zielonej energii (szczególnie ze starych elektrowni wodnych) uniemożliwią realizację takiego scenariusza i wpłyną negatywnie na wyniki tej spółki w przyszłości (elektrownia przepływowa we Włocławku generuje 30% EBITDA). Wobec zobowiązań o utrzymaniu odrębności Energi i jej upublicznieniu nie widzimy potencjału do uzyskania istotnych synergii kosztowych poprzez tę akwizycję. W tym kontekście brak zgody UOKiK na tę koncentrację powinien stanowić wsparcie dla notowań PGE.

Dezinwestycje, a możliwa podwyższona dywidenda

Rok 2011 powinien przynieść rozstrzygnięcia w kluczowych procesach dezinwestycyjnych. Najbardziej zaawansowana wydaje się sprzedaż Exatela, którym zainteresowani są Netia i GTS (Polkomtel nie złożył oferty). Wartość tej transakcji można szacować na 600-700 mln PLN. Wysokie prawdopodobieństwo można również przypisać spieniężeniu udziałów w Autostradzie Wielkopolskiej (wraz z obligacjami będzie to 350 mln PLN). Nadal nie ma natomiast jasnego harmonogramu w kluczowej dezinwestycji udziałów w Polkomtelu. Ewentualna realizacja powyższych transakcji powinna stanowić wsparcie dla kursu poprzez oczekiwania podwyższonej dywidendy (wypłata całości tych przepływów oznaczałaby transfer 2,2 PLN na akcję).



Tauron (Kupuj)

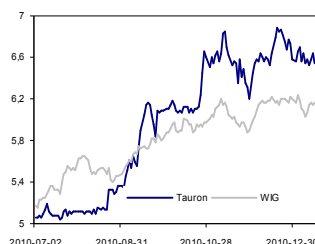
Cena bieżąca: 6,55 PLN

Cena docelowa: 8,87 PLN

Analityk: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-13

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	13 633,6	13 867,4	1,7%	14 688,7	5,9%	15 853,2	7,9%	Liczba akcji (mIn)	1 752,5
EBITDA	2 580,8	2 653,3	2,8%	2 833,8	6,8%	3 183,0	12,3%	MC (cena bieżąca)	11 479,2
marża EBITDA	18,9%	19,1%		19,3%		20,1%		EV (cena bieżąca)	13 381,1
EBIT	1 259,7	1 259,6	0,0%	1 361,1	8,1%	1 609,5	18,2%	Free float	58,7%
Zysk netto	732,4	906,5	23,8%	918,9	1,4%	1 068,5	16,3%		
P/E	13,9	12,7		12,5		10,7		Zmiana ceny: 1m	-1,2%
P/CE	5,0	5,0		4,8		4,3		Zmiana ceny: 6m	27,9%
P/BV	0,9	0,8		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	5,1	4,7		4,7		4,6		Max (52 tyg.)	6,9
Dyid (%)	0,6	0,0		2,4		2,4		Min (52 tyg.)	5,0



Tauron mimo słabego debiutu okazał się w 2010 roku najlepszą inwestycją w ramach sektora. Niska ewaluacja, dobre wyniki kwartalne oraz korzystna transakcja wykupu mniejszościowych udziałów od MSP pozwoliły na zmianę nastawienia inwestorów do Spółki. W naszej opinii inwestorzy nadal powinni przeważać w portfelu akcje tego koncernu, który choć nie oferuje znacznych wzrostów wyników finansowych to jest nadal najtańszą ekspozycją na energetykę (na lata 2011-12 wskaźnik EV/EBITDA implikuje 25-30% dyskonta do grupy porównawczej). Ponadto gwarantuje wysoki poziom przepływów pieniężnych i może zaskoczyć efektami prowadzonego programu restrukturyzacji. Bardzo interesujące mogą być także planowane w tym roku akwizycje (kopalnie i aktywa Vattenfall). Utrzymujemy rekomendację kupuj.

Wyraźna poprawa wyników na wydobywaniu

W 2011 roku należy spodziewać się poprawy skonsolidowanej EBITDA o około 6,9%, na którą obok segmentu dystrybucyjnego wpłynie odbudowanie wyniku w segmencie wydobywczym, który w 2010 ucierpiał poprzez dodatkowe koszty prac geologicznych (uskok w złożu i spadek wolumenów). Zarząd uruchomił ponadto program oszczędności kosztowych, których konserwatywnie nie uwzględniamy w naszych prognozach, a które mogą być źródłem pozytywnego zaskoczenia. Podobnie jak w poprzednich okresach Spółka powinna w najbliższych kwartałach utrzymywać wysoki poziom cash flow z działalności operacyjnej, co przy opóźnieniach w procesie inwestycyjnym pozwoli na wzrost gotówki netto. Przypominamy również, że począwszy od 4Q Tauron będzie raportować zysk netto bez wyłączeń dla mniejszości wykupionych od MSP w październiku, co jeszcze nie we wszystkich prognozach rynkowych jest uwzględnione.

Planowana transakcja z Kompanią Węglową

W tym roku Spółka powinna się porozumieć z Kompanią Węglową w zakresie wykupu udziałów mniejszościowych w PKW oraz przejęciu kopalni Bolesław Śmiały, która obecnie dostarcza paliwo do Elektrowni Łaziska. Transakcje te będą sfinansowane emisją akcji skierowaną do KW. Zgodnie z wcześniejszymi deklaracjami rozwodnienie z tego tytułu miało nie przekroczyć 6%. Odnosząc księgową wartość 48% mniejszościowego pakietu w PKW do aktualnej ceny rynkowej akcji Tauronu można szacować, że emisja sięgnie 55-60 mln akcji. Dodatkowo za 100% udziałów w kopalni Bolesław Śmiały trzeba będzie wyemitować 36-40 mln akcji (bazując na rocznej produkcji węgla, bo dane finansowe tego podmiotu nie były publikowane). Łącznie nowe walory rzeczywiście nie powinny więc stanowić więcej niż 5,2%-5,7% obecnej liczby akcji. Oznacza to, że po transakcji MSP będzie kontrolować 40% kapitału Tauronu, a więc aby utrzymać pakiet gwarantujący większość w RN, będzie mogło sprzedać na rynku już tylko 15%.

Możliwe przejęcie aktywów Vattenfall Poland

Wszystko wskazuje na to, że Vattenfall może w tym roku zbierać oferty na sprzedaż swoich aktywów energetycznych w Polsce. Prezes Tauronu już wcześniej deklarował zainteresowanie częścią dystrybucyjną, która ze względu na lokalizację stanowiła doskonałe uzupełnienie infrastruktury koncernu i oferowałaby znaczące synergije kosztowe. Nie znamy obecnie wartości WRA dla sieci Vattenfalla, ale bazując na liczbie klientów można szacować ten kluczowy parametr na 2,7-3,3 mld PLN, co biorąc pod uwagę fakt niepełnego wynagrodzenia aktywów przez URE oznaczałoby dla Taurona wydatek rzędu 2,1-2,6 mld PLN. Taka akwizycja wiązałaby się na pewno z koniecznością emisji nowych akcji, która mogłaby w krótkim terminie negatywnie wpływać na kurs. Kluczowym kryterium oceny tego przejęcia będzie oczywiście cena, ale na ten moment wydaje się ono bardzo atrakcyjnym projektem.

Telekomunikacja

- **Otoczenie regulacyjne zmieniło się na korzyść TPSA – kosztem operatorów alternatywnych – co będzie odczuwalne w wynikach dopiero w br.**
- **Ważnym wydarzeniem rynkowym będzie sprzedaż Polkomtela. To jak silny podmiot zostanie jego inwestorem strategicznym może determinować konkurencję w przyszłości.**
- **Zalecamy akumulowanie akcji TPSA i trzymanie akcji Netii.**

Wg raportu przygotowanego przez UKE (na podstawie badania PBS DGA) 60% polskich firm korzysta zarówno z telefonii stacjonarnej, jak i komórkowej. 92% firm korzysta z telefonów komórkowych, a 68% z telefonów stacjonarnych. Prawie 80% firm korzystających z telefonów stacjonarnych to klienci TPSA; 10,9% Netii; 2,9% Dialogu; 2,2% Sferii; 0,7% Ery GSM. 76% firm ma jedną linię telefoniczną, 15,5% – dwie, a 7,6% – trzy lub więcej. Spośród operatorów mobilnych największe udziały wśród klientów biznesowych ma Orange (44,1%), udział pozostałych to: Era (30,8%), Plus (2,3%), Play (10,1%). 61,5% Polaków ma w domu przynajmniej jeden komputer. Wśród tych osób 86% ma dostęp do Internetu. Wśród osób, które mimo posiadania w domu komputera nie podłączyły go do globalnej sieci, co dziewiąta wyjaśnia, że w jej miejscu zamieszkania jest to niemożliwe. 47% uzasadnia, że Internet jest im niepotrzebny, a 28% wymienia powody finansowe. Dane szczególnie o rynku Internetu wskazują, że dalszy potencjał wzrostu jest już ograniczony a rynek zdaje się zbliżać do poziomu nasycenia, który ze względu na wysoki udział osób zamieszkujących na terenach wiejskich (osób słabiej wykształconych) jest w Polsce niższy niż w takich krajach jak Holandia czy Czechy. Na uwagę zasługuje również fakt, że Orange jest liderem w mobilnych usługach biznesowych, wcześniej liderem była Era (problemy zaczęły się wraz z konfliktem właścicielskim) i Plus.

Z punktu widzenia przyszłości rynku ważnym wydarzeniem jest sprzedaż Polkomtela. To, w jak silne ręce trafi operator, będzie wpływało na cały rynek. Wyjście z inwestycji Vodafone nie spowoduje obniżenia konkurencji na rynku, bo Vodafone posiadający mniejszościowy udział nie pełnił w spółce roli prawdziwego inwestora strategicznego. Obok funduszy *private equity* ostatnio zainteresowanie przejęciem zadeklarowała skandynawska TeliaSonera. Chęć kupna deklaruje również Z. Solorz, który obok posiadanych aktywów telewizyjnych (Cyfrowy Polsat, który ostatnio wchłonął również telewizję Polsat) buduje grupę telekomunikacyjną ukierunkowaną na mobilny szerokopasmowy dostęp do Internetu. W pierwszym kwartale br. kontrolowany Cyfrowy Polsat zamierza zaoferować klientom szybki mobilny Internet w technologii LTE, który może sprawić problemy dotychczasowym potentatom tego rynku. Ze względu na zasięg sieci usługi będą dostępne w początkowej fazie tylko w największych miastach, co uderzy przede wszystkim w operatorów kablowych i bardziej Netię niż TPSA. Prawdopodobnie na sprzedaż wystawiony będzie również operator mobilny P4.

Po stronie regulacyjnej rynku nie widzimy istotnych zmian jakie mogą pojawić się w br. (kluczowe dokonały się w 2010 i wynikały w dużej mierze z porozumienia UKE - TPSA). Nadal nierozstrzygniętą kwestią są MTR. UKE chciałoby zawrzeć porozumienie z operatorami, zakładające spowolnienie tempa obniżek MTR w zamian za inwestycje operatorów w technologię 4G. Regulator realizuje strategię „Internet w każdym domu do roku 2015”. Trzy największe sieci mobilne wystąpiły już do UKE o zmiany w rezerwacji częstotliwości (1800 i 900 MHz), tak aby mogły wykorzystywać je do dowolnych celów i w dowolnej technologii. Ruch ze strony UKE traktujemy jako chęć porozumienia z operatorami mobilnymi – uwzględniającego interes obu stron – a nie jak w przypadku siłowego rozwiązania z TPSA w obszarze szerokopasmowego dostępu do Internetu. Od czasu porozumienia z TP widzimy zmianę strategii UKE w relacjach z dużymi operatorami – ze strategii wymuszania na chęć współpracy. Taka strategia powinna być realizowana również w 2011 roku.



Netia (Trzymaj)

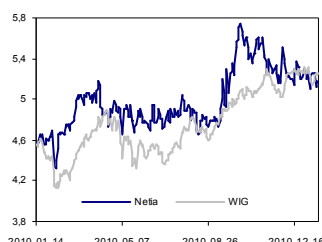
Cena bieżąca: 5,15 PLN

Cena docelowa: 5,4 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 505,9	1 555,9	3,3%	1 614,0	3,7%	1 685,0	4,4%	Liczba akcji (mln)	389,3
EBITDA	312,8	358,8	14,7%	381,4	6,3%	398,2	4,4%	MC (cena bieżąca)	2 005,1
marża EBITDA	20,8%	23,1%		23,6%		23,6%		EV (cena bieżąca)	1 605,7
EBIT	14,2	70,1	392,7%	104,1	48,4%	132,0	26,8%	Free float	
Zysk netto	88,7	75,2	-15,2%	109,3	45,3%	139,0	27,2%		
P/E	22,6	26,7		18,3		14,4		Zmiana ceny: 1m	-2,8%
P/CE	5,2	5,5		5,2		4,9		Zmiana ceny: 6m	2,0%
P/BV	1,1	1,1		1,1		1,2		Zmiana ceny: 12m	10,8%
EV/EBITDA	5,6	4,8		4,2		3,8		Max (52 tyg.)	5,8
Dyid (%)	0,0	0,0		3,8		5,5		Min (52 tyg.)	4,3



Podtrzymujemy nasze dotychczasowe prognozy dla spółki. Cenę docelową podwyższamy w związku z przesunięciem jej w czasie z 5,3 PLN na 5,4 PLN za akcję. Utrzymujemy rekomendację trzymaj. Na poziomie operacyjnym Netia ma przed sobą trudniejszy rok niż poprzedni, kiedy regulacje rynkowe ułatwiały jej i innym operatorom alternatywnym zagarnianie rynku dostępu do Internetu kosztem TPSA. Regulacje się zmieniły na niekorzyść spółki, a dodatkowo TPSA realizuje w tym obszarze szeroko zakrojone inwestycje. Dodatkowo na rynek wchodzi nowy operator, którego właścicielem jest Z. Solorz – właściciel Polsatu Cyfrowego (PC). Nowy podmiot będzie opierał swoją strategię na technologii LTE i wykorzystywał bazę abonencką PC. Te czynniki będą wywierały presję na marżę. W 2011 roku spółka nadal będzie korzystała z efektu przetrzucania klientów z BSA/WLR na LLU, co obniży koszty operacyjne. Czynnikiem, który może pozytywnie wpływać na zachowanie kursu jest jednorazowa dywidenda, jaką spółka może wypłacić w przypadku niezrealizowania akwizycji (300 mln PLN, DY 14,5%).

Wyniki 2011

Oczekujemy 3,7% wzrostu przychodów, głównie za sprawą wzrostu przychodów z transmisji danych, jako efektu wzrostu bazy abonenckiej z poprzednich okresów. W br. spodziewamy się, że baza abonencka będzie rosła istotnie wolniej, co jednak będzie obniżało bieżące koszty pozyskania abonenta i pozwoli na wygenerowanie wysokiej – 23,6% marży EBITDA (bez żadnych zdarzeń jednorazowych). Zysk netto spółki wzrośnie do 109 mln PLN, co przy obecnej cenie implikuje P/E na poziomie 18,9 i EV/EBITDA w wysokości 4,9.

Długoterminowa prognoza

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

Przejęcia a dywidenda

Przy słabszych perspektywach wzrostu pomyślamy się akwizycje. Na rynku pozostają dwa cele: Dialog sprzedawany prawdopodobnie w br. przez KGHM (100%) oraz Exatel (100% sprzedaje PGE). Jeśli Netii nie uda się zrealizować planowanych dużych przejęć, spółka przeznaczy na dywidendę całość funduszu akwizycyjnego o wartości 300 mln PLN. Podtrzymujemy opinie, że z prawdopodobieństwem 70% spółka nie dokona żadnej z wymienionych akwizycji i wypłaci jednorazowo, wysoką dywidendę. Przy obecnej cenie implikuje ona DY na poziomie 14,5%. Z 30% prawdopodobieństwem możliwy jest nadal scenariusz alternatywny. Nie jest jasne czy ofertę na Exatela złoży Polkomtel, co oznacza to, że do gry wracają Netia i GTS. Prezes Netii deklaruje, że gotów jest wyłożyć za operatora nawet 800 mln PLN. Biorąc pod uwagę konkurencję, nie oczekujemy, żeby ewentualne kupno spółki przez Netię wykreowało dla jej akcjonariuszy istotną z punktu widzenia wyceny wartość.



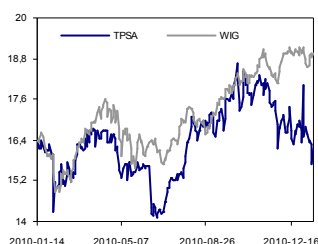
TP SA (Akumuluj)

Cena bieżąca: 16,15 PLN Cena docelowa: 17,6 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-01

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	16 560,0	15 716,2	-5,1%	15 483,4	-1,5%	15 395,2	-0,6%	Liczba akcji (mln)	1 335,6
EBITDA	6 246,0	4 734,0	-24,2%	5 787,3	22,3%	5 874,1	1,5%	MC (cena bieżąca)	21 570,7
marża EBITDA	37,7%	30,1%		37,4%		38,2%		EV (cena bieżąca)	26 398,2
EBIT	2 096,0	947,0	-54,8%	2 059,9	117,5%	2 204,4	7,0%	Free float	
Zysk netto	1 280,0	166,4	-87,0%	1 283,5	671,2%	1 394,6	8,7%		
P/E	16,9	129,6		16,8		15,5		Zmiana ceny: 1m	-7,0%
P/CE	4,0	5,5		4,3		4,3		Zmiana ceny: 6m	4,8%
P/BV	1,3	1,5		1,5		1,6		Zmiana ceny: 12m	-0,2%
EV/EBITDA	4,1	5,5		4,6		4,5		Max (52 tyg.)	18,7
Dyid (%)	9,3	9,3		9,3		9,3		Min (52 tyg.)	14,1



Podtrzymujemy pozytywną rekomendację dla akcji spółki. Przy obecnej cenie DY oferowany akcjonariuszom przez TP wynosi 9,1%, przy średniej dla operatorów europejskich na poziomie 6,8%. Wszystko wskazuje na to, że TP sprzedaje za dobrą cenę Emitela, co pozwoli na wypłatę dywidendy bez konieczności zadłużania się nawet w scenariuszu konieczności spłaty DPTG. Począwszy od 4Q'10 oczekujemy, że TP zacznie odbudowywać bazę klientów Neostrady, co przy przyłączeniach realizowanych przez Centertel powinno skutkować wzrostem całej bazy abonenckiej dostępu do Internetu na poziomie 30-45 tys. kwartalnie w stosunku do 2 tys. wzrostu w 3Q i średnio -11 tys. kwartalnie w okresie 4Q'09-2Q'10. Dodatkowo będą to dostępy szybsze niż dotychczas sprzedawane (głównie 2 Mb/s), co pozwoli na zaoferowanie klientowi dodatkowych usług (IPTV, VoD, PPV). To pozwoli inwestorom uwierzyć, że dwa kluczowe obszary biznesowe: telefonia komórkowa i internet, są nadal wzrostowe.

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 ub r.). 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.

Emitel dostarczy gotówki na dywidendę

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

Media

- **Prognozujemy 7% wzrost rynku reklamowego w tym roku.**
- **Najdynamiczniej rozwijającym się segmentem pozostanie wciąż internet (+20% r/r), podczas gdy telewizja wzrośnie o 8% r/r, outdoor o 4% r/r, radio o 1% r/r, a kino o 12% r/r.**
- **Oczekujemy, że prasa i czasopisma pozostaną jeszcze w trendzie spadkowym (-2% r/r w obu przypadkach).**
- **Dzięki ożywieniu w reklamie inwestorzy będą dyskontować odbicie w reklamie wybiegające poza bieżący rok (m.in. wzrost w 2012 roku wynikający z organizacji EURO 2012).**
- **Niska bieżąca wycena połączona z brakiem istotnych ryzyk poza kondycją rynku reklamowego powoduje, że naszym zdaniem najlepszą spółką z sektora będzie Agora pomimo ekspozycji na mniej atrakcyjne segmenty reklamy.**

Kluczowe rekomendacje: Agora (Akumuluj)

Rok 2010 zgodnie z naszymi oczekiwaniami przyniósł wyraźne odbicie wydatków reklamowych w Polsce. Chociaż według sygnałów płynących od rynkowych graczy ostatni kwartał roku przyniósł osłabienie koniunktury spodziewamy się, że całoroczna dynamika rynku reklamy ostatecznie przekroczy 4,0% (według danych Starlink skumulowana dynamika za pierwsze trzy kwartały to 4,8%).

Zgodnie z prognozami makroekonomicznymi w bieżącym roku będziemy mieli do czynienia z dalszą poprawą otoczenia makroekonomicznego w Polsce. Prognozy BRE Banku przewidują przyspieszenie dynamiki PKB w kraju z 3,7% w roku ubiegłym do 4,2%. Jednocześnie struktura PKB ma zdaniem makroekonomistów poprawić się w kierunku zwiększenia udziału komponentu wewnętrznego kosztem eksportu netto. Z jednej strony ma to zapewnić samopodtrzymywalność wzrostu w perspektywie najbliższych kwartałów, z drugiej powinno pozytywnie przekładać się na skłonność reklamodawców do zwiększania budżetów reklamowych (głównym źródłem wzrostu ma być konsumpcja prywatna, czyli komponent na który docelowo ma oddziaływać reklama). Pozytywny impuls dla reklamy niosą też oczekiwania w odniesieniu do średniorocznej inflacji, która ma przyspieszyć w porównaniu do 2010 roku z 2,8% do 3,5%. Tym samym otoczenie makroekonomiczne powinno dawać podstawy do dalszego przyspieszenia wzrostu rynku reklamowego w rozpoczętym roku. Wobec silnego konsensusu prognoz przemawiających za dalszym ożywieniem w gospodarce należy uznać, że obserwowane w końcówce roku wyhamowanie odbicia w reklamie jest jedynie chwilowym zawirowaniem spowodowanym dużą alokacją rocznych budżetów w pierwszym trzech kwartałach roku.

Z drugiej strony w bieżącym roku mniej korzystnie układać się będzie kalendarz wydarzeń. Rok 2010 był okresem wyborów prezydenckich (ograniczony efekt ze względu na przyspieszony tryb), wyborów samorządowych oraz Mistrzostw Świata w piłce nożnej. Tymczasem jedynym wydarzeniem 2011 roku, które w sposób istotny może wpływać na kształtowanie się popytu na reklamę są jesienne wybory parlamentarne.

Uwzględniając powyższe czynniki oczekujemy, że w 2011 roku wydatki reklamowe wzrosną w Polsce o 7%. Jednocześnie sądzimy, że po charakterystycznym dla pierwszego okresu odbicia na rynku rozwarstwieniem dynamik wzrostu poszczególnych segmentów w bieżącym roku powinniśmy mieć do czynienia z ich większą konwergencją (przemawiać może za tym fakt, że spowolnienie w czwartym kwartale w największym stopniu dotknęło stacje telewizyjne). Najwyższą dynamikę tradycyjnie utrzyma segment online, którego wartość wzrośnie według naszych szacunków o 20% r/r. Wydatki w segmencie telewizyjnym wzrosną o 8% r/r, przy czym postępującą tendencją będzie fragmentaryzacja rynku i uzyskiwanie udziałów rynkowych przez stacje tematyczne kosztem kanałów ogólnopolskich. Wydatki na reklamę zewnętrzną wzrosną o 4% r/r, w radio o 1% r/r, a w kinie o 12% r/r. Mimo poprawy koniunktury kontynuacji spadków oczekujemy w prasie codziennej (-2% r/r) i w czasopiśmie (-2% r/r).



Agora (Akumuluj)

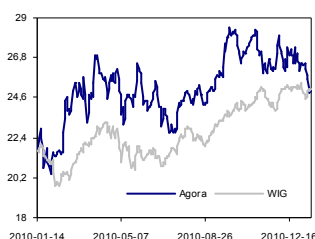
Cena bieżąca: 25 PLN

Cena docelowa: 28,9 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-03

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 110,1	1 119,6	0,9%	1 268,5	13,3%	1 345,4	6,1%	Liczba akcji (mIn)	50,9
EBITDA	134,1	164,8	22,9%	185,4	12,5%	202,4	9,2%	MC (cena bieżąca)	1 273,4
marża EBITDA	12,1%	14,7%		14,6%		15,0%		EV (cena bieżąca)	1 151,6
EBIT	52,9	78,6	48,5%	86,6	10,3%	103,3	19,2%	Free float	49,9%
Zysk netto	38,3	67,4	75,9%	68,2	1,2%	85,7	25,7%		
P/E	33,2	18,9		18,7		14,9		Zmiana ceny: 1m	-8,6%
P/CE	10,7	8,3		7,6		6,9		Zmiana ceny: 6m	3,0%
P/BV	1,1	1,0		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	9,2%
EV/EBITDA	8,1	7,4		6,2		5,3		Max (52 tyg.)	28,5
Dyid (%)	0,0	2,0		2,6		2,7		Min (52 tyg.)	20,4



Dzięki kontynuacji odbicia na rynku reklamowym oraz konsolidacji Heliosa, Agora po dwóch latach przerwy zaprezentuje wzrost przychodów reklamowych (choć wciąż ujemną dynamikę przychodów). Równocześnie wygaśnie też impuls oszczędnościowy na głównych grupach kosztów, na co złożą się rosnące ceny papieru, wzrost bonusów sprzedażowych związanych z poprawą na rynku reklamowym, a także zwiększenie wydatków na reprezentację i reklamę. W konsekwencji uważamy, że 2011 rok będzie okresem, w którym w starej strukturze Grupy wzrost wpływów reklamowych zostanie skonsumowany przez wzrost kosztów działalności, a poprawa wyników generowana będzie przez całoroczną konsolidację wyników segmentu kinowego. Ten konserwatywny w naszym odczuciu scenariusz implikuje blisko 15% dyskonto na wskaźniku EV/EBITDA w stosunku do spółek porównywalnych. Oczekiwana przez nas na 2012 rok kontynuacja poprawy kondycji polskiego rynku reklamowego, dynamiczny wzrost przychodów segmentu internetowego oraz inwestycje poczynione w segment kinowy przełożą się na dalszy wzrost dyskonta w stosunku do porównywalnych spółek (25,5% na bazie EV/EBITDA 2012). Mimo ekspozycji na mniej atrakcyjne w porównaniu do TVN i Cyfrowego Polsatu segmenty rynku reklamowego, czyni to Agorę najciekawszą spółką z sektora mediów. Rekomendujemy akumulowanie akcji Agory.

Helios, czyli nowy segment z potencjałem

Nabycie operatora kinowego Helios uznajemy za bardzo dobry ruch Zarządu Agory. Dobra koniunktura w branży kinowej w Polsce (w szczególności popularyzacja seansów trójwymiarowych), ambitny plan rozwoju sieci kinowej (przewidywanych jest 17 nowych lokalizacji i 96 ekranów) przekładać się będą na poprawę wyników Heliosa. Nasze oczekiwania są bardziej konserwatywne od planów Zarządu operatora: w naszych prognozach zakładamy wzrost sieci kinowej o 30 ekranów (około 31% liczby komunikowanej przez Zarząd Heliosa). Duży potencjał do poprawy wyników segmentu widzimy też w nakładach czynionych w projektory cyfrowe i nakładki do seansów. Brak środków na inwestycje w infrastrukturę cyfrową przed przejęciem przez Agorę powodował naszym zdaniem, że Helios nie korzystał w porównywalnym do konkurencji stopniu na popularyzacji seansów trójwymiarowych. Większa liczba projektorów powodować powinna wzrost udziałów rynkowych (nie w każdej lokalizacji Helios był w stanie wyświetlać takie zeszłoroczne kinowe hity jak *Avatar*, czy *Shrek 4*). Realizowane inwestycje powinny przekładać się również pozytywnie na realizowane marże, przy wyższych cenach biletów na seanse 3D większość kosztów jest stała.

Internet, czyli pozytywny scenariusz materializuje się

Z dużym prawdopodobieństwem segment online Agory osiągnie w tym roku rentowność operacyjną (przed rokiem strata segmentu wyniosła 10,4 mln PLN, po trzech kwartałach 2010 roku zysk operacyjny wynosi 1,9 mln PLN). Oczekujemy, że kolejne lata przyniosą dalszą dynamiczną poprawę wyników, za którą stać będzie poza wzrostem wartości rynku reklamy graficznej (utrzymanie ponad 20% tempa wzrostu na przestrzeni najbliższych trzech lat) także rozwój zasięgu portali Grupy oraz wyższy stopień jego spieniężenia. Właśnie ten drugi czynnik zapewni w naszej opinii szybszą poprawę wyników niż w konkurencyjnych portalach i w konsekwencji dalszy wzrost wartości segmentu internetowego Grupy. Pozwoli internetowi na przekroczenie na koniec tego okresu 45 mln PLN EBITDA oraz osiągnięcie w 2015 roku 60 mln PLN EBITDA. Tym samym internet z nawiązką będzie rekompensował Agorze ubytek zysków w segmencie prasy codziennej i stanie się najbardziej wartościowym aktywem w Grupie.



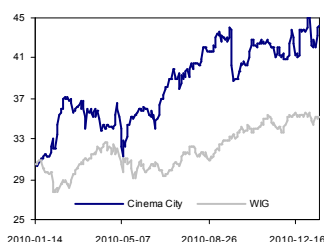
Cinema City (Trzymaj)

Cena bieżąca: 42,35 PLN Cena docelowa: 42,9 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn EUR)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	211,6	238,7	12,8%	270,9	13,5%	317,9	17,4%	Liczba akcji (mln)	51,2
EBITDA	46,5	54,5	17,0%	61,6	13,1%	75,5	22,6%	MC (cena bieżąca)	2 168,3
marża EBITDA	22,0%	22,8%		22,7%		23,7%		EV (cena bieżąca)	2 115,3
EBIT	30,2	35,6	17,9%	41,2	15,5%	53,3	29,6%	Free float	17,6%
Zysk netto	24,4	28,7	17,5%	35,0	21,9%	45,5	30,0%		
P/E	22,7	19,4		15,9		12,3		Zmiana ceny: 1m	7,5%
P/CE	13,6	11,7		10,1		8,2		Zmiana ceny: 6m	12,8%
P/BV	3,1	2,7		2,3		2,0		Zmiana ceny: 12m	44,8%
EV/EBITDA	13,7	10,2		8,8		7,2		Max (52 tyg.)	45,1
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		12,5		Min (52 tyg.)	30,6



2010 roku okazał się bardzo udany dla Cinema City. Łącznie w sześciu krajach działalności spółki sprzedaż biletów w multiplexach wzrosła w tym okresie o 11,1% do 30,5 mln PLN i tylko na rynku polskim zanotowano niewielki spadek liczby widzów (-2,8% r/r), co jednak należy zrzucić na karb kwietniowej żałoby narodowej. Wzrostowi liczby sprzedawanych wejściówek towarzyszyła ich rosnąca średnia cena, co jest efektem rosnącej popularności seansów trójwymiarowych. Dalszy rozwój bazy kinowej oraz atrakcyjny kalendarz premier przekładać się będą - pomimo wysokiej bazy odniesienia - na dalszą poprawę wyników spółki. Cinema City pozostanie droższe w relacji do konkurentów (15,9xP/E 2011 oraz 8,8xEV/EBITDA 2011, odpowiednio 30,2% i 11,1% premii), co jest uzasadnione prowadzoną przez spółkę rozbudową liczby multiplexów. W wyniku przesunięcia wyceny porównawczej na okres 2011-2013 podnosimy naszą cenę docelową dla akcji Cinema City do 42,9 PLN za akcję (poprzednio 39,9 PLN). Jednocześnie podtrzymujemy zalecenie inwestycyjne trzymaj.

Imponująca lista premier

Chociaż ubiegły rok był pod względem frekwencji kinowej bardzo udany, to jednak 2011 dzięki licznym potencjalnym hitom kinowym może pozwolić na przebicie wysokiej bazy 2010 roku. Naszym zdaniem w Polsce szanse na uzyskanie wysokich wyników sprzedaży mają takie produkcje jak *Megamocny*, *Turysta*, *Och Karol 2*, *Jak się pozbyć cellulitu*, *Czarny czwartek*, *Kung Fu Panda 2*, *Bitwa Warszawska 1920 r.*, czy kolejne części *Harry'ego Pottera*, *Transformers* i *Piratów z Karaibów*. Uważamy, że w kontekście repertuaru tak mocno obsadzonego historycznie bardzo dobrze sprzedającymi się polskimi produkcjami bariera 15 mln biletów sprzedanych w 2010 roku powinna zostać przekroczona. Duża liczba międzynarodowych hitów trójwymiarowych będzie sprzyjać również wzrostom na pozostałych rynkach, na których operuje spółka.

Możliwe przejęcie Palace Cinema?

W ostatnim czasie pojawiły się plotki mówiące o możliwości przejęcia przez Cinema City jednego z głównych konkurentów w regionie: działającego w Czechach, na Węgrzech i na Słowacji Palace Cinema. Przejęcie Palace Cinema byłoby z pewnością bardzo dobrą informacją. Jest to konkurent, który wyprzedził Cinema City i zablokował rozwój w kluczowych dla rynku czeskiego i węgierskiego miastach (posiada cztery multiplexy w Pradze i 9 w Budapeszcie). Nasze wątpliwości budzi możliwość uzyskania zgody na taką akwizycję ze strony miejscowych urzędów do spraw konkurencji. Zwłaszcza na Węgrzech taka zgoda mogłaby być trudna do uzyskania, gdzie oba podmioty łącznie za około 93% sprzedawanych biletów. W przypadku Czech połączone podmioty skupiałyby około 55% rynku.

Nowe inwestycje

W 2010 roku sieć kinowa Cinema City powiększyła się o 85 ekranów. Spółka przewiduje, że w ciągu 2011 roku liczba sal kinowych powiększy się o podobną liczbę, przy czym nowe otwarcia będą miały miejsce głównie w Rumunii, a także Bułgarii i Polsce. Ponadto rozpocznie się budowa największego kina Cinema City, megaplexu Planet w Rishon LeZion, który zostanie otwarty w połowie 2012 roku. Wraz z planowanymi inwestycjami w cyfryzację łączne nakłady inwestycyjne w 2011 roku mają wynieść 25-30 mln EUR.

Oczekiwana poprawa rentowności

Spodziewamy się, że rosnąca popularność seansów trójwymiarowych oraz rozwój rynków Rumunii i Bułgarii będą pozytywnie przekładać się na wypracowywaną rentowność sieci kinowej. Prognozujemy, że dzięki powyższym czynnikom marża EBITDA w 2011 roku wzrośnie do 22,7% wobec 21,5% marży w roku ubiegłym (skorygowane o zyski z deweloperki).



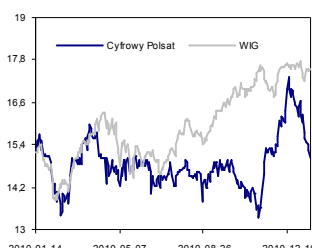
Cyfrowy Polsat (Trzymaj)

Cena bieżąca: 15,01 PLN Cena docelowa: 15,3 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-17

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 266,1	1 469,2	16,0%	1 528,8	4,1%	1 578,9	3,3%	Liczba akcji (mln)	268,3
EBITDA	327,4	413,2	26,2%	449,3	8,7%	479,2	6,6%	MC (cena bieżąca)	4 027,6
marża EBITDA	25,9%	28,1%		29,4%		30,3%		EV (cena bieżąca)	3 968,0
EBIT	285,5	347,0	21,6%	354,2	2,1%	358,3	1,2%	Free float	14,0%
Zysk netto	237,9	273,2	14,8%	286,8	5,0%	290,7	1,3%		
P/E	16,9	14,7		14,0		13,9		Zmiana ceny: 1m	-11,7%
P/CE	14,4	11,9		10,5		9,8		Zmiana ceny: 6m	3,2%
P/BV	12,2	8,9		7,2		6,1		Zmiana ceny: 12m	-4,2%
EV/EBITDA	12,2	9,7		8,8		8,0		Max (52 tyg.)	17,3
Dyid (%)	5,0	3,8		4,5		4,7		Min (52 tyg.)	13,4



Na wynikach finansowych, jakie w 2011 roku wypracuje Cyfrowy Polsat, zaważą dwie umowy zawarte pod koniec minionego roku. Z jednej strony w pierwszym kwartale ma zostać ostatecznie zamknięta transakcja nabycia 100% udziałów w Telewizji Polsat. Z drugiej na podstawie drugiej umowy Cyfrowy Polsat hurtowo nabył limit transferu danych dla swojej oferty szerokopasmowego dostępu do Internetu. O ile pierwsza z umów kreuje naszym zdaniem wartość dla akcjonariuszy, o tyle druga znacząco oddala moment wejścia usługi dostępu do Internetu w rentowność. Dzięki przejęciu Telewizji Polsat Cyfrowy Polsat zyskał pro cykliczną linię biznesową, co powinno być doceniane przez inwestorów w obliczu ożywienia gospodarczego w Polsce. Straty, jakie według nas spółka poniesie na usłudze internetowej oraz podaży akcji, jaka może pojawić się ze strony głównego akcjonariusza, powodują jednak, że pozytywne płynące z uzyskania ekspozycji na telewizyjny segment reklamy zejść na dalszy plan. Podtrzymujemy dotychczasową rekomendację trzymaj.

Oczekiwana poprawa wyników segmentu telewizyjnego

Transakcja zakupu 100% udziałów w Telewizji Polsat może pochłonąć łącznie około 3,75 mld PLN. Odbicie na rynku reklamowym, wejście głównego kanału Polsatu i kanałów tematycznych na platformę Cyfry Plus (do tej pory były one dostępne jedynie na platformie Cyfrowego Polsatu), a także proces dojrzewania stacji tematycznych (ich standardowy okres wchodzenia w rentowność EBITDA to dwa lata) będą się naszym zdaniem przekładać na znaczącą poprawę wyników nowo nabytego segmentu telewizyjnego.

Internet jeszcze długo nierentowny

Cena 9,25 PLN za 1 GB danych jaką zgodnie z umową zapłaci Cyfrowy Polsat za pierwsze 12 mln GB w praktyce powoduje, że przy obecnym kształcie oferty detalicznej limity danych sprzedawane będą z ujemną marżą. Szansą na uzyskanie pozytywnego wyniku byłby ewentualnie niski stopień użycia wykupionego limitu przez klienta końcowego, jednak biorąc pod uwagę duże przywiązanie docelowego klienta spółki do ceny trudno zakładać, by wykorzystanie limitów nie było wysokie. Z uwagi na dużą konkurencyjność rynku dostępu do usług szerokopasmowego dostępu nierealne jest w naszej opinii przerzucenie kosztów na ostatecznego klienta. Według oczekiwań spółki ceny transferu danych po przekroczeniu pułapu 12 mln GB będą maleć jednak biorąc pod uwagę fakt, że przy najwyższych oferowanych limitach transferu (30 GB) cena abonamentu wynosi 70 PLN (tj. 2,33 PLN za 1 GB) spadek cen hurtowych musiałby sięgnąć 95% by usługa miała szansę stać się rentowna (Cyfrowy Polsat musi dodatkowo pokrywać koszty marketingu, modemów, mailingu itd.).

Ryzyko potencjalnej podaży

Transakcja zakupu Telewizji Polsat częściowo zostanie sfinansowana emisją akcji, w wyniku której udział podmiotów związanych z Zygmuntem Solorzem wzrośnie do 79%. Tak duży udział powiązany z zainteresowaniem głównego akcjonariusza inwestycjami w telekomunikacji (m.in. rozważany jest zakup Polkomtela) powoduje, że scenariusz sprzedaży części udziałów w Cyfrowym Polsacie w tym roku wydaje się bardzo realny.



TVN (Trzymaj)

Cena bieżąca: 16,75 PLN

Cena docelowa: 16,5 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-29

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 123,4	2 500,3	17,8%	2 741,1	9,6%	3 037,0	10,8%	Liczba akcji (mIn)	341,9
EBITDA	794,8	628,0	-21,0%	733,7	16,8%	901,1	22,8%	MC (cena bieżąca)	5 726,5
marża EBITDA	37,4%	25,1%		26,8%		29,7%		EV (cena bieżąca)	7 717,2
EBIT	612,1	399,1	-34,8%	490,8	23,0%	663,6	35,2%	Free float	34,6%
Zysk netto	420,8	260,3	-38,1%	307,4	18,1%	461,6	50,2%		
P/E	13,5	22,0		18,6		12,4		Zmiana ceny: 1m	1,5%
P/CE	9,4	11,7		10,4		8,2		Zmiana ceny: 6m	-1,8%
P/BV	4,4	4,6		3,9		3,1		Zmiana ceny: 12m	15,9%
EV/EBITDA	9,5	12,6		10,5		8,2		Max (52 tyg.)	19,3
Dyid (%)	4,6	1,9		1,4		1,6		Min (52 tyg.)	13,5



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

Ożywienie na rynku reklamowym wsparciem dla wyników segmentu nadawania

TVN będzie w 2011 roku znaczącym beneficjentem oczekiwanej przez nas kontynuacji odbicia na polskim rynku reklamowym. Prognozujemy, że przychody z reklamy telewizyjnej wzrosną w spółce w tempie porównywalnym do rynkowego, co z uwagi na fakt, że już w 2010 roku spółka podnosiła wydatki na ramówkę wpływać będzie na duży wzrost rentowności segmentu telewizyjnego. Na dynamikę poprawy marży EBITDA negatywnie oddziaływać będzie zakładane przez nas umocnienie złotego, które obniży wpływy z tytułu sprzedaży licencji dla kablówek i platform. W ostatecznym rozrachunku szacujemy, że marża segmentu nadawania i segmentu online („stara” Grupa TVN) wzrośnie z 33,6% do 34,7%.

Ryzyko negatywnych niespodzianek w platformie 'n'

Platforma cyfrowa 'n' jest naszym zdaniem głównym czynnikiem ryzyka dla prognoz TVN. Nie podzielamy rynkowego optymizmu, że współpraca z Telekomunikacją Polską będzie stanowiła dużą jakościową zmianę pod względem tempa pozyskiwania nowych abonentów. Dodatkowo tempo wychodzenia platformy na rentowność EBITDA może spowolnić ewentualne zwycięstwo w przetargu na transmisję polskiej piłkarskiej ekstraklasy w sezonach 2011/12-2013/14. Choć zdecydowanym faworytem w powyższym konkursie jest naszym zdaniem Cyfra Plus to jednak ewentualne zwycięstwo 'n' powodować będzie naliczanie z sierpnia wysokich kosztów amortyzacji powyższej licencji. Nie pozostanie to bez wpływu na wyniki 'n', gdyż sądzimy, że zanim skupieni obecnie w Cyfrze Plus kibice polskiej pierwszej ligi piłkarskiej przeniosą się na platformę 'n' minie sporo czasu i w pierwszej fazie wyższym kosztom nie będzie odpowiadał wystarczający wzrost liczby abonentów.

Fragmentaryzacja rynku postępującym trendem

Choć nie sądzimy by mogła w sposób istotny oddziaływać na TVN już w tym roku to jednak fragmentaryzacja telewizyjnego rynku reklamy będzie w dłuższym okresie negatywnie wpływać na działalność spółki. Obecnie udział w oglądalności kanałów ogólnopolskich wynosi około 65%, podczas gdy ich udział w wydatkach reklamowych w segmencie telewizyjnym sięga 82%. Ta wyraźna dysproporcja będzie według nas ulegała zmniejszeniu w kolejnych latach, a czynnikiem przyspieszającym ten proces mogłoby być ewentualne rozszerzenie panelu pomiarowego Nielsen Audience Measurement począwszy od 2012 roku (moment przejęcia obsługi telemetrycznej TVP). Szeroka oferta własnych kanałów tematycznych będzie łagodziła skutki odpływu reklamodawców jednak naszym zdaniem nie będzie w stanie całkowicie zapobiec utratom udziałów Grupy w wydatkach na reklamę. Ponadto walka o widza tak w kanale głównym jak i stacjach tematycznych wiązać się będzie z wzmożonymi inwestycjami w programing, co negatywnie przekładać się będzie na marżę EBITDA.

IT

- **Rynek informatyczny w Polsce wzrośnie w 2011 roku o 7%.**
- **Motorem napędowym wydatków na nowe technologie będzie sektor przedsiębiorstw oraz gospodarstwa domowe.**
- **W związku z oszczędnościami budżetowymi ryzykiem objęte są wydatki ze strony administracji, przy czym największych cięć należy się spodziewać w odniesieniu do dostaw komputerów.**
- **Zalecamy przeważanie sektora IT nad indeksem WIG, który na bazie rekomendowanych przez nas spółek przejawia duży potencjał wzrostu.**

Kluczowe rekomendacje: Sygnity (Kupuj), Asseco Poland (Kupuj), Action (Akumuluj), Asbis (Akumuluj)

Rok 2010 przyniósł oczekiwane odbicie na polskim rynku IT. szacuje, że w 2010 roku Polacy kupili 3,3 mln komputerów, czyli 0,5 mln więcej niż w 2009 roku. Poprawa koniunktury dotyczyła również segmentu przedsiębiorstw. Liczba sprzedanych serwerów wzrosła do 51,5 tys. (o 8,5 tys. więcej niż przed rokiem). Ożywienie miało miejsce przede wszystkim w drugim półroczu i dotyczyło również oprogramowania (dużym sukcesem okazały się produkty Microsoftu: Windows7 i Office 2010). Szacunki dotyczące wzrostu wydatków na informatykę potwierdzają również analitycy PMR według których nakłady na nowe technologie mogły wzrosnąć w skali całego roku o 5% podczas gdy ich wcześniejsza prognoza przewidywała 3% wzrost rynku.

Firmy badawcze wskazują również na poprawiającą się kondycję globalnego rynku nowych technologii. Według prognoz Gartnera wydatki na IT w 2011 r. wzrosną o 5,1%. W ubiegłym roku oszacowano je na 3,4 bln USD, w tym mają sięgnąć 3,6 bln USD.

Oczekujemy, że polski rynek informatyczny będzie pozostawał w 2011 roku pod wpływem dwóch czynników. Z jednej strony ożywienie w gospodarce będzie sprzyjało wzrostowi nakładów na rozwiązania IT ze strony przedsiębiorstw oraz zwiększaniu popytu konsumpcyjnego gospodarstw domowych (pozytywny bodziec dla sprzedaży sprzętu). Z drugiej strony jednak niepokój może budzić sektor publiczny. Jeśli rządowe plany oszczędności w administracji zostaną zrealizowane ich konsekwencją będzie z dużym prawdopodobieństwem także ograniczenie wydatków na informatykę. Niższy poziom zatrudnienia (mówi się o ograniczeniu liczby urzędników administracji centralnej o 10%) przekładać się będzie na zmniejszenie liczby stanowisk komputerowych. Ponadto ograniczeniu ulegną przetargi sprzętowe na potrzeby MEN. W przypadku zamówień na usługi i oprogramowanie wydają się one mniej wrażliwe na oszczędności sektora publicznego niż wydatki na sprzęt. Priorytet będą przy tym w naszej opinii miały projekty przewidziane planem informatyzacji państwa i znajdujące się na liście podstawowej siódmej osi priorytetowej Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka. Choć wobec niedawnych cięć jakie przeprowadzono w projektach drogowych żaden publiczny projekt nie może być 100% pewny realizacji to jednak przewagą POIG 7 nad projektami drogowymi jest fakt, że są one dofinansowane ze środków unijnych aż w 85%, a co za tym idzie środki konieczne do wyegzekwowania w budżecie krajowym nie są duże.

W ogólnym rozrachunku oczekujemy, że mimo słabości sektora publicznego zwłaszcza w zakresie prostych dostaw sprzętowych ożywienie w sektorze prywatnym pozwoli na dalsze przyspieszenie wzrostu polskiego rynku IT. Prognozujemy, że w 2011 rok wydatki na nowe technologie wzrosną o 7%.

Poprawiająca się koniunktura na polskim rynku informatycznym może mieć istotne znaczenie w kontekście kreującego się zagranicą bardzo dobrego sentymentu w stosunku do spółek informatycznych. Od początku września ubiegłego roku amerykański indeks spółek informatycznych rósł niemal nieprzerwanie zyskując do obecnego momentu 30,2%. W tym samym czasie polski indeks spółek informatycznych wzrósł o zaledwie 5,3%. Trwający za oceanem boom na spółki technologiczne może według nas przełożyć się na poszukiwanie przez zagranicznych inwestorów podobnych spółek na rynkach. Uważamy, że na polskim rynku szczególnym zainteresowaniem mogą się cieszyć oferujące wysoki potencjał wzrostu wyniki Sygnity i najbardziej rozpoznawalne za granicą i notowane z dyskontem do tamtejszych spółek Asseco Poland.



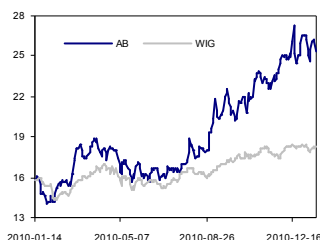
AB (Akumuluj)

Cena bieżąca: 25,42 PLN Cena docelowa: 27,6 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2008/09	2009/10	zmiana	2010/11P	zmiana	2011/12P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 839,7	2 882,1	1,5%	3 071,7	6,6%	3 298,9	7,4%	Liczba akcji (mln)	15,5
EBITDA	81,9	63,7	-22,1%	71,6	12,4%	66,2	-7,6%	MC (cena bieżąca)	392,9
marża EBITDA	2,9%	2,2%		2,3%		2,0%		EV (cena bieżąca)	477,7
EBIT	76,5	58,3	-23,8%	66,1	13,4%	60,5	-8,4%	Free float	45,8%
Zysk netto	27,0	35,2	30,4%	48,6	38,3%	42,8	-12,0%		
P/E	15,0	11,2		8,1		9,2		Zmiana ceny: 1m	-2,6%
P/CE	12,5	9,7		7,3		8,1		Zmiana ceny: 6m	55,0%
P/BV	1,5	1,4		1,2		1,0		Zmiana ceny: 12m	59,9%
EV/EBITDA	6,3	8,1		6,7		6,9		Max (52 tyg.)	27,2
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	14,0



2010 był kolejnym rokiem, w którym akcje AB mocno zyskiwały na wartości. Po 307,7% zwrocie w 2009 roku, w roku minionym AB zyskało na wartości kolejne 85,7%. Mimo tak dużych wzrostów uważamy, że potencjał spółki do poprawy wyników wciąż nie został w pełni wykorzystany. Uwzględniając bardzo dobre rezultaty pierwszego kwartału roku 2010/2011 oraz rosnący optymizm dotyczący wzrostu wydatków informatycznych w sektorze prywatnym i wśród konsumentów, a także wygraną w sporze sądowym z bankiem Raiffeisen, zrewidowaliśmy w górę nasze prognozy wyników spółki. W wyniku rewizji podnosimy naszą cenę docelową dla akcji AB do 27,6 PLN za akcję (poprzednio 23,40 PLN). Jednocześnie podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Czechy z dalszym potencjałem wzrostu

Poprzedni rok obrotowy przyniósł znaczący wzrost przychodów spółki zależnej ATC i jej udziałów na czeskim rynku. Powodem tak istotnego umocnienia pozycji konkurencyjnej były problemy jakie po przeprowadzonej fuzji przeżywał rynkowy lider eD' System. Bieżący rok według nas powinien stanowić powtórzenie tego scenariusza, gdyż w ostatnich w kłopoty popadł kolejny duży konkurent spółki – Tech Data. W ostatnim czasie Tech Data utraciła umowy dystrybucyjne z Asusem, LG, Acerem i Intellem na rynek czeski. Tak znaczące uszczuplenie oferowanego asortymentu spowodowało odpływ klientów do dystrybutorów, którzy mogą zaoferować dostawę wszystkich potrzebnych marek, a ATC było wśród głównych beneficjentów problemów konkurenta, co spowodowało umocnienie się czeskiej spółki zależnej na pozycji lidera na czeskim rynku. Pozycja konkurencyjna AT Computers poprawiła się tym mocniej, że udało mu się pozyskać umowy dystrybucyjne od Della, a także włączyć do dystrybucji laptopy Samsunga. Skutki powyższych zmian po raz pierwszy widoczne były w wynikach czwartego kwartału. Uważamy, że zmiany w sytuacji konkurencyjnej na rynku czeskim będą miały trwalszy charakter i wpłyną na osiągane wyniki w skali całego bieżącego roku.

Nowy ERP przyniesie oszczędności

W lipcu ubiegłego roku w AB wdrożono umowy do zarządzania przedsiębiorstwem. Od początku lipca 2011 roku taki sam system ma zostać wdrożony w AT Computers. Wdrożenie w Czechach niesie według nas duży potencjał poprawy wyników zezwoli na automatyzację procesów magazynowych. W chwili obecnej większość prac w czeskim magazynie realizowana jest ręcznie. Dzięki automatyzacji magazynu spółka będzie w stanie zredukować zatrudnienie i wygenerować około 1,5 mln PLN oszczędności rocznie.

Wygrana w sporze z Raiffeisenem

31 grudnia 2010 Sąd Apelacyjny we Wrocławiu potwierdził wyrok sądu I instancji wydany w sierpniu 2010 roku i nakazał Raiffeisenowi wypłatę 7,5 mln PLN niesłusznie zajętych środków wraz z ustawowymi odsetkami. Jest to bardzo dobra wiadomość dla AB, która wpływać będzie na wyniki drugiego kwartału roku obrotowego (wiązać się będzie z rozwiązaniem 7,5 mln PLN rezerwy, która utworzona była w związku ze sporem). Łącznie z odsetkami spółka odzyska według stanu na dzień dzisiejszy 9,2 mln PLN, czyli około 0,57 PLN na akcję.

Korekta prognoz rocznych

Uwzględniając bardzo dobre wyniki pierwszego kwartału, optymistyczne prognozy dotyczące 2Q2010/11 oraz zwycięstwo spółki w sporze sądowym z Raiffeisenem decydujemy się na podniesienie naszych prognoz wyników. Na poziomie przychodów podnosimy nasze oczekiwania na lata 2010/11-2012/13 do odpowiednio 3071,7/ 3298,9/ 3574,7 mln PLN, co stanowi 6,2%, 6,1% oraz 6,2% wzrostu w porównaniu do naszych poprzednich szacunków. Na poziomie EBIT i zysku netto podnosimy nasze prognozy za ten okres odpowiednio do 66,1/ 60,5/ 66,1 mln PLN oraz 48,6/ 42,8/ 48,0 mln PLN. W porównaniu do naszych poprzednich szacunków stanowi to wzrost o 30,1%/ 9,5%/ 9,2% oraz 41,0%/ 9,8%/ 4,7%.



Action (Akumuluj)

Cena bieżąca: 16,65 PLN Cena docelowa: 18,16 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2008/09	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 079,4	2 183,1	-29,1%	2 320,1	6,3%	2 545,5	9,7%	Liczba akcji (mln)	17,2
EBITDA	49,9	42,9	-14,0%	53,8	25,3%	59,4	10,5%	MC (cena bieżąca)	286,9
marża EBITDA	1,6%	2,0%		2,3%		2,3%		EV (cena bieżąca)	353,3
EBIT	38,1	34,0	-10,6%	44,8	31,6%	50,3	12,4%	Free float	25,7%
Zysk netto	23,3	24,4	4,7%	32,3	32,6%	37,3	15,5%		
P/E	12,3	11,8		8,9		7,7		Zmiana ceny: 1m	-7,5%
P/CE	8,2	8,6		6,9		6,2		Zmiana ceny: 6m	-12,4%
P/BV	1,6	1,5		1,4		1,2		Zmiana ceny: 12m	0,3%
EV/EBITDA	6,7	8,4		6,6		5,8		Max (52 tyg.)	24,0
Dyid (%)	0,0	4,9		3,4		4,5		Min (52 tyg.)	15,9



Z uwagi na straty poniesione na różnicach kursowych, Action nie zaliczy ubiegłego roku do udanych. Słabsze wyniki finansowe przełożyły się na silną korektę notowań akcji, które od początku kwietnia straciły na wartości około 20%. W naszej opinii w bieżącym roku obrotowym, dzięki ściślejszemu zabezpieczaniu ryzyka walutowego, różnice kursowe powinny mieć znacznie mniejszy wpływ na uzyskiwane przez Action wyniki, co pozwoli na znaczącą poprawę osiągnięć. Poza uniknięciem negatywnych skutków wahań kursów walutowych wymierne oszczędności w 2011 roku powinien przynieść wdrażany na przestrzeni ubiegłego roku program restrukturyzacyjny. Obecna wycena (8,9xP/E 2011 i 6,6xEV/EBITDA 2011 na bazie naszych prognoz) dają spółce istotny potencjał wzrostowy. Podnosimy naszą rekomendację dla akcji Actionu do akumuluj.

Ubiegłoroczna restrukturyzacja wesprze wyniki

W ostatnich kwartałach spółka prowadziła restrukturyzację działalności mającą na celu obniżyć koszty operacyjne. W ramach wprowadzanych oszczędności m.in. zredukowano zatrudnienie w spółce dominującej z 660 do 510 osób, dokonano renegotjacji umów z firmami spedycyjnymi. Dokonano też sprzedaży ukraińskiej spółki zależnej Action Ukraina, która w ocenie Zarządu ze względu na trudną sytuację gospodarczą i budżetową Ukrainy mogła jeszcze w długim okresie przynosić straty. Dodatkowo w ostatnim okresie Action przeprowadził wraz z firmą doradczą audyt finansowy mający na celu wskazanie źródeł dalszych oszczędności. Na jego podstawie Zarząd zapowiada zredukowanie kosztów w skali 2011 roku o 10 mln PLN. Plan ten wydaje nam się zbyt ambitny biorąc pod uwagę, że Zarząd w dotychczasowych ruchach wykorzystał już najłatwiejsze źródła cięć kosztów. Zapowiadane zmniejszenie liczby oddziałów, zmniejszenie wynagrodzenia Zarządu o 30% oraz dalsza redukcja zatrudnienia (oczekujemy spadku liczby etatów o kolejne 40) przyniosą około 4,0 mln PLN oszczędności.

Wyłączenie a.pl z konsolidacji

W trzecim kwartale ubiegłego roku Action dokonał sprzedaży aktywów sklepu a.pl do spółki a.pl Internet i tym samym wyprowadzenie tego segmentu działalności poza strukturę Grupy. Dzięki temu ruchowi spółka zależna została wyłączona z konsolidacji. Oznacza to, że tegoroczny skonsolidowany wynik netto poprawi się o dodatkowy 1,0 mln PLN, który w ubiegłym roku Action stracił na konsolidacji swojego internetowego sklepu.

Zeszłoroczna nauczka zapoczątkuje w tym roku

W wyniku zmienności kursów walutowych w zeszłym roku oraz z ekspozycją polityki hedgingowej Action poniósł w trakcie pierwszych trzech kwartałów ubiegłego roku około 2,2 mln PLN straty na ujemnych różnicach kursowych, przy czym szacujemy, że strata poniesiona tylko w trakcie drugiego kwartału sięgnęła 5,1 mln PLN. Na skutek dotkliwej straty tego okresu Action zmodyfikował sposób zabezpieczania swojej ekspozycji walutowej. Wierzymy, że dzięki tej korekcie w bieżącym roku uda się zneutralizować wpływ różnic kursowych na marżę, co przełoży się na poprawę raportowanych w 2011 roku rezultatów o wspomniane 2,2 mln PLN.



ASBIS (Akumuluj)

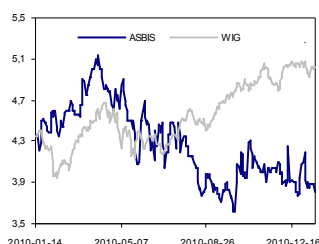
Cena bieżąca: 3,8 PLN

Cena docelowa: 4,32 PLN

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn USD)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 167,9	1 395,5	19,5%	1 490,8	6,8%	1 620,0	8,7%	Liczba akcji (mln)	55,5
EBITDA	5,8	15,5	168,0%	19,0	22,5%	25,1	32,0%	MC (cena bieżąca)	210,9
marża EBITDA	0,5%	1,1%		1,3%		1,5%		EV (cena bieżąca)	317,7
EBIT	2,9	12,5	333,9%	16,0	27,2%	22,0	37,6%	Free float	7447,1%
Zysk netto	-3,2	3,3		7,8	138,4%	12,6	62,2%		
P/E		21,4		9,0		5,5		Zmiana ceny: 1m	-3,1%
P/CE		11,2		6,5		4,5		Zmiana ceny: 6m	-12,8%
P/BV	0,8	0,7		0,7		0,6		Zmiana ceny: 12m	-10,0%
EV/EBITDA	14,1	6,6		5,6		4,2		Max (52 tyg.)	5,1
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,6



Z uwagi na dużą zmienność kursów walutowych i poniesione w ich wyniku straty na różnicach kursowych, Asbis nie skorzystał w pełnym zakresie z odbicia w popycie konsumenckim, jakie miało miejsce na najważniejszych rynkach zbytu spółki, tj. w Rosji i na Ukrainie. Oczekujemy, że dzięki bardziej dokładnej polityce hedgingowej w bieżącym roku zmiany kursów walutowych w mniejszym niż dotychczas stopniu będą wpływały na generowane wyniki i dzięki temu poprawiające się otoczenie makroekonomiczne spółki zacznie mieć większe odzwierciedlenie w jej notowaniach. Obecnie Asbis jest notowany przy 9,0xP/E 2011 oraz 5,6xEV/EBITDA 2011, co naszym zdaniem nadal pozostawia pewien potencjał wzrostowy dla kursu. W wyniku przesunięcia naszej wyceny porównawczej na okres 2011-2013 nasza cena docelowa dla spółki wzrosła do 4,32 PLN. W związku z powyższym podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Perspektywy 2011 roku

Oczekujemy, że 2011 rok powinien przynieść dalszy dynamiczny wzrost obrotów Asbisie. Obecny poziom konsumpcji w Rosji jest na poziomie wyższym niż przed kryzysem, popyt konsumpcyjny w Ukrainie jest na poziomie kilkanaście procent niższym niż w okresie przedkryzysowym, a mimo to sprzedaż realizowana przez spółkę na tym obszarze geograficznym pozostaje blisko 30% niższa niż w 2008 roku. Z tego względu uważamy, że nawet w scenariuszu osłabienia koniunktury w regionie i spadku dynamik konsumpcji i inwestycji Asbis ma duże szanse na kontynuację wzrostu na skutek odreagowania mocniejszego niż w innych gałęziach gospodarki cięcia poziomu zakupów ze strony klientów Asbisu w okresie spowolnienia. Tymczasem prognozy makroekonomiczne dla regionu pozostają pozytywne. Konsensus prognoz zakłada wzrost rosyjskiego PKB w bieżącym roku o 4,5% (vs. 4,0% w roku poprzednim). W przypadku Ukrainy w 2011 roku zakładany jest 4,1% wzrost PKB (vs. 3,7% w 2010 roku). Tym samym otoczenie makroekonomiczne na głównych rynkach sprzedażowych spółki powinno się poprawiać. Obok wzrostu wolumenów przewidujemy, że dzięki rosnącemu popytowi powinno dojść obok wzrostu sprzedaży również do częściowej odbudowy marż do przedkryzysowego poziomu.

Hedging kluczowy dla wyników

W ciągu pierwszych trzech kwartałów 2010 roku ujemne różnice kursowe obniżyły zysk przed opodatkowaniem o 2,3 mln USD (co przekładałoby się na około 1,5 mln USD skorygowanego zysku netto), przy 3,8 mln USD straty poniesionych na różnicach kursowych w pierwszych trzech kwartałach 2009 roku (1,7 mln USD skorygowanej straty netto). Ograniczenie strat ponoszonych na zmienności kursów walutowych może zatem mocno wspierać tegoroczne wyniki finansowe spółki. Przesłanką za zmniejszeniem wpływu walut na generowane wyniki może być trzeci kwartał 2010 roku, kiedy spółka wyraźnie poprawiła dopasowanie pozycji zabezpieczających do rzeczywistej ekspozycji walutowej. Oczekujemy, że przy utrzymaniu zastosowanego w tym okresie polityki zabezpieczenia ryzyka kursowego wahania tegorocznego wyniku netto na skutek zmian kursowych uda się zmniejszyć do +/- 1 mln USD.



Asseco Poland (Kupuj)

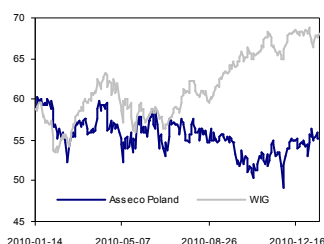
Cena bieżąca: 55,3 PLN

Cena docelowa: 65,3 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-08-31

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 050,3	3 193,7	4,7%	3 389,2	6,1%	3 616,2	6,7%	Liczba akcji (mln)	77,6
EBITDA	646,1	641,2	-0,7%	663,2	3,4%	692,0	4,3%	MC (cena bieżąca)	4 289,4
marża EBITDA	21,2%	20,1%		19,6%		19,1%		EV (cena bieżąca)	4 203,0
EBIT	525,5	517,6	-1,5%	537,0	3,7%	563,1	4,9%	Free float	60,2%
Zysk netto	373,4	404,2	8,3%	383,0	-5,3%	409,0	6,8%		
P/E	11,5	10,6		11,2		10,5		Zmiana ceny: 1m	0,5%
P/CE	8,7	8,1		8,4		8,0		Zmiana ceny: 6m	-3,7%
P/BV	1,0	0,9		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	-7,6%
EV/EBITDA	7,3	6,9		6,3		5,7		Max (52 tyg.)	60,1
Dyid (%)	2,5	2,8		2,7		2,9		Min (52 tyg.)	49,2



Ze względu na podaż akcji własnych oraz obawy inwestorów związanych z przejęciem, jakiego Asseco Poland dokonało w Izraelu, ubiegły rok okazał się bardzo słaby dla notowań spółki. W listopadzie Asseco Poland przeprowadziło emisję połączoną z umorzeniem akcji własnych, co oczyściło atmosferę wokół spółki i pozwoliło kursowi na częściowe odreagowanie wcześniejszych spadków. Od początku grudnia kurs spółki wzrósł o 12,6% podczas gdy indeks WIG20 wzrósł o 4,2%. Oczekujemy, że bieżący rok przyniesie dalszą korektę wcześniejszych spadków i zredukowanie dyskonta, z jakim w chwili obecnej Asseco Poland notowane jest do spółek porównywalnych (11,4% dyskonta na bazie EV/EBITDA 2011 i 11,3% dyskonta na bazie P/E 2011). Poza niższą na tle spółek porównywalnych wyceną dużej szansy dla spółki upatrujemy w projektach administracyjnych. Asseco jest w naszej opinii głównym pretendentem do realizacji najbardziej interesującego projektu z obszaru elektronicznej administracji, jakim jest elektroniczna platforma danych o zdarzeniach medycznych, której budowa jest warta ponad 800 mln PLN. Poza fazą wdrożenia bardzo zyskowne może być dalsze utrzymanie systemu, które według naszych szacunków może być warte co najmniej 80 mln PLN rocznie. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Backlog 2011 roku nieznacznie poniżej ubiegłorocznego

Zgodnie z prezentacją przedstawioną przez spółkę na początku grudnia ubiegłego roku przyszłoroczny portfel kontraktów Grupy Asseco z wyłączeniem niedawno przejętej Formula Systems ma wartość 1,43 mld PLN (1,16 mld PLN w oprogramowaniu i usługach własnych) wobec 1,5 mld PLN jaką miał w ubiegłym roku. Portfel jednostkowy Asseco Poland na rok przyszły ma wartość 701 mln PLN (w tym 518 mln PLN to rozwiązania własne). Ubytek w kontraktacji w ujęciu r/r jest naszym zdaniem w dużym stopniu związany z faktem, że zakończeniu uległa jedna z równoległych umów dotyczących rozwoju centralnego systemu informatycznego w PKO BP. Oczekujemy, że w przyszłości bank zdecyduje się na dalsze inwestycje w rozwiązania informatyczne, co przełoży się na odrobienie ubytku zamówień od tego kontrahenta.

Asseco Poland a przetargi publiczne

Asseco będzie naszym zdaniem istotnym beneficjentem planowanej budowy elektronicznej administracji w Polsce. Unikalna pozycja konkurencyjna w niektórych segmentach czyni ze spółki głównego pretendenta kilku kluczowych projektów wśród których największą wartość dodaną widzielibyśmy w dwóch projektach realizowanych przez ministerstwo zdrowia: Elektronicznej Platformy Gromadzenia, Analizowania i Udostępniania Zasobów Cyfrowych o Zdarzeniach Medycznych oraz Platformy udostępniania on-line przedsiębiorcom usług i zasobów cyfrowych rejestrów medycznych. Pierwszy z wymienionych projektów jest wart według budżetu 712,6 mln PLN, drugi natomiast 53,3 mln PLN.

Konsolidacja spółek zależnych

Od początku 2011 roku Asseco Poland połączy się z dwiema spółkami zależnymi Asseco Systems i Alatussem. W wyniku wchłonięcia Asseco Systems w ramach spółki dominującej powstaną dwa nowe pionry: Automatyki Budynków i Data Center oraz Pion Infrastruktury. Oczekujemy, że oszczędności z tytułu połączenia nie przybiorą rozmiarów analogicznych do synergii uzyskanych na wchłonięciu ABG (około 14 mln PLN) i osiągną 4 mln PLN.



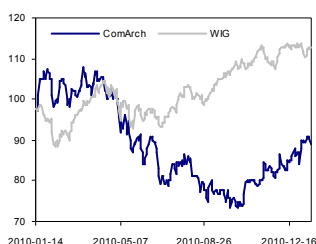
ComArch (Trzymaj)

Cena bieżąca: 88,95 PLN Cena docelowa: 88 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	729,4	701,4	-3,8%	803,5	14,5%	852,7	6,1%	Liczba akcji (mln)	8,1
EBITDA	56,2	55,4	-1,4%	86,1	55,5%	97,8	13,6%	MC (cena bieżąca)	716,2
marża EBITDA	7,7%	7,9%		10,7%		11,5%		EV (cena bieżąca)	605,5
EBIT	14,3	15,8	10,3%	47,1	197,7%	59,3	26,0%	Free float	22,5%
Zysk netto	32,3	34,9	8,2%	43,6	24,9%	51,2	17,4%		
P/E	22,2	20,5		16,4		14,0		Zmiana ceny: 1m	4,4%
P/CE	9,7	9,6		8,7		8,0		Zmiana ceny: 6m	5,3%
P/BV	1,3	1,3		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	-14,9%
EV/EBITDA	11,1	11,3		7,0		6,0		Max (52 tyg.)	107,9
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		2,1		Min (52 tyg.)	73,6



Wbrew wcześniejszym oczekiwaniom Zarządu, restrukturyzacja Comarchu Software und Beratung (dawny SoftM) okazała się znacznie trudniejsza i czasochłonna, a z drugiej strony poprawa wyników w spółkach celowych nie nastąpiła tak szybko, jak oczekiwano. Spodziewamy się, że 2011 rok przyniesie wreszcie przełom i niemiecka spółka zależna zostanie wyprowadzona na rentowność operacyjną, a dzięki weryfikacji projektów inwestycyjnych i zamknięciu części spółek celowych uda się istotnie ograniczyć straty generowane przez spółki skupione w Comarch CF. Powyższe czynniki wraz z rosnącym portfelem zamówień przełożą się na istotną poprawę tegorocznych wyników. To wszystko jednak nie wystarczy naszym zdaniem by przełożyć się na dalszy wzrost notowań Comarchu. Ryzyko podniesienia kapitału w KKS Cracovia oraz wysoka bieżąca wycena (16,4xP/E 2011 oraz 7,0xEV/BITDA 2011) będą naszym zdaniem skutecznie wstrzymywać dalszy wzrost kursu. Utrzymując nasze dotychczasowe prognozy wyników na lata 2011-2013 i uwzględniając przesunięcie naszej wyceny porównawczej na ten okres, podnosimy naszą cenę docelową dla akcji Comarchu do 88,0 PLN (poprzednio 79,5 PLN) i podtrzymujemy dotychczasową rekomendację trzymaj.

Portfel kontraktów na 2011 rok

Na koniec października 2010 roku wartość portfela zamówień na bieżący rok wynosiła 232,2 mln PLN wobec 215,5 mln PLN zamówień jakie spółka posiadała na 2010 rok w analogicznym okresie 2009 roku, co oznacza 7,7% wzrost r/r. W porównaniu do ubiegłego roku nieco niższy jest udział usług i oprogramowania własnego (88,7% wobec 90,9% w 2010 roku) jednak zdaniem Zarządu nie przeszkodzi to w powiększeniu marży brutto na zakontraktowanym portfelu. Podzielamy zdanie Zarządu, że istnieje szansa na wzrost rentowności na bazie obecnego backlogu, jednak w dużym stopniu będzie to zależało od tegorocznych kursów walutowych (efekt dużego udziału zleceń zagranicznych). Prognozy BRE Banku zakładają umocnienie złotego w stosunku do euro do poziomu 3,70 EUR/PLN, co wywierać będzie presję na marże i utrudniać realizację celu postawionego przez Zarząd.

Dalsza restrukturyzacja SoftM

Mimo wcześniejszych zapowiedzi Zarządu prognozujemy, że miniony rok SoftM zakończył z około 3,5 mln EUR straty operacyjnej. Oczekujemy, że dzięki dalszym cięciom kosztów oraz stopniowemu pozyskiwaniu klientów dla systemu Semiramis związanemu z postępującym odbiciem w gospodarce niemieckiej Comarchowi uda się wyprowadzić spółkę zależną na rentowność. Nie będzie to jednak oznaczać, że nie będzie ona już negatywnie wpływać na wyniki skonsolidowane Grupy. Cały czas Comarch przeprowadzać będzie odpisy wartości firmy z przejścia w kwocie około 8 mln PLN rocznie.

Rewizja inwestycji w spółki celowe

Zgodnie z zapowiedzią Zarządu w 2011 roku ma zostać przeprowadzona inspekcja spółek celowych pod kątem kontynuowania ich działalności. Szacujemy, że miniony rok spółki te zakończyły z 10 mln PLN straty operacyjnej i nie wypełniły celu stawianego im przez Zarząd w postaci ograniczenia o połowę generowanych strat (w 2009 roku przyniosły około 8,0 mln PLN straty). Dlatego też pomysł Zarządu by wygasić z pomysłów biznesowych prowadzonych w tych spółkach oceniamy pozytywnie. W naszych prognozach przyjmujemy, że wynik Comarchu CF FIZ poprawi się w bieżącym roku do -4,0 mln PLN i realizacja zapowiedzi przez Zarząd wpłynąć będzie na dalsze podniesienie prognozy.



Komputronik (Akumuluj)

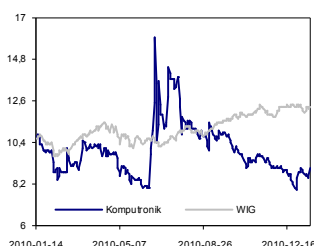
Cena bieżąca: 9,03 PLN

Cena docelowa: 10,12 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	982,9	834,5	-15,1%	888,5	6,5%	945,4	6,4%	Liczba akcji (mln)	8,6
EBITDA	5,7	13,8	142,1%	19,1	38,6%	22,9	19,6%	MC (cena bieżąca)	77,6
marża EBITDA	0,6%	1,7%		2,2%		2,4%		EV (cena bieżąca)	115,2
EBIT	-3,2	5,5		10,8	94,4%	14,4	33,9%	Free float	0,0%
Zysk netto	-1,9	3,3		6,1	86,5%	9,2	50,3%		
P/E		23,7		12,7		8,5		Zmiana ceny: 1m	2,8%
P/CE	10,6	6,7		5,4		4,4		Zmiana ceny: 6m	-35,0%
P/BV	0,6	0,6		0,6		0,5		Zmiana ceny: 12m	-15,6%
EV/EBITDA	21,3	8,4		6,0		4,8		Max (52 tyg.)	16,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		1,6		Min (52 tyg.)	7,9



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

Korzyści z przejęcia salonów Karenu

Komputronik przeprowadził transakcję, na mocy której nabył salony własne będące w posiadaniu Karenu. Transakcja ta będzie pozytywnie przekładać się na raportowane skonsolidowane wyniki Grupy Komputronik, gdyż utrzymując wszystkie operacyjne aktywa spółka pozbędzie się centrali Karenu, która pozostanie w warszawskiej spółce. Szacujemy, że w rezultacie Komputronik może zaoszczędzić około na kosztach ogólnego zarządu około 0,7 mln PLN kwartalnie.

Emisja i ryzyko podaży

Realizując postanowienia umowy inwestycyjnej Komputronik wyemitował na rzecz Texass Ranch 1,36 mln akcji. Akcje te nie posiadają okresu lock up i należy oczekiwać, że Texass Ranch może być skłonny do upłynnienia swojego pakietu. Scenariusz taki jest tym bardziej prawdopodobny, że w umowie zawarta jest klauzula, na mocy której jeśli wartość pakietu 700 tys. akcji Komputronika kształtować będzie się poniżej 10,5 mln PLN, Komputronik wyemituje na rzecz Texass Ranch dodatkowe akcje pokrywające różnice między 10,5 mln PLN a wartością rynkową pakietu.

Ryzyko związane z wypełnieniem postanowień umowy inwestycyjnej

Kluczowym punktem umowy inwestycyjnej między Komputronikiem a Texass Ranch jest zobowiązanie do wykupienia w okresie dwóch lat posiadanych przez Komputronik akcji Karenu (około 30,5 mln sztuk) po cenie 2,66 PLN za akcję. Uwzględniając wzajemne potrącenia wynikające z płatności za salony Karenu oraz znaki towarowe Texass Ranch ma zapłacić za powyższe akcje około 49 mln PLN. Wobec faktu, że Karen nie rozpoczął jeszcze działalności operacyjnej (brak odpowiednich koncesji na wydobycie torfu) oraz że Texass Ranch nie posiadał na bilansie w ostatnich kilku latach gotówki przekraczającej 100 tys. PLN (a koniec 2008 roku Texass Ranch miało 14,9 tys. PLN gotówki). Sądzymy, że nowemu inwestorowi trudno będzie się z tego zobowiązania wywiązać. W naszej wycenie nie zakładamy dodatkowych przepływów związanych ze sprzedażą posiadanych przez Komputronik akcji Karenu i niezmaterializowanie się postanowień umowy nie będzie miało wpływu na nasze prognozy.



Sygnity (Kupuj)

Cena bieżąca: 17,56 PLN

Cena docelowa: 18,3 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	563,2	536,3	-4,8%	575,0	7,2%	656,4	14,2%	Liczba akcji (mln)	11,9
EBITDA	-69,1	-2,6	-96,3%	38,0		42,5	11,9%	MC (cena bieżąca)	208,7
marża EBITDA	-12,3%	-0,5%		6,6%		6,5%		EV (cena bieżąca)	231,0
EBIT	-103,6	-32,2	-68,9%	10,5		21,9	109,0%	Free float	66,1%
Zysk netto	-104,5	-36,5	-65,1%	2,1		14,4	575,6%		
P/E				97,9		14,5		Zmiana ceny: 1m	21,1%
P/CE				7,0		6,0		Zmiana ceny: 6m	33,1%
P/BV	0,8	0,9		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	31,2%
EV/EBITDA				6,1		5,1		Max (52 tyg.)	18,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		2,1		Min (52 tyg.)	11,9



Za Sygnity kolejny rok, w którym spółka rozczarowała inwestorów. Brak radykalnych zmian restrukturyzacyjnych zapowiadanych w drugiej połowie 2009 roku przez poprzedni zarząd w połączeniu z utrzymującym się w relacji do stanu przedkryzysowego ubytkiem przychodów (związany głównie z utratą zamówień z Telekomunikacji Polskiej) spowodował, że spółka osiągnie za 2010 rok rezultaty tylko nieznacznie lepsze do skorygowanych o rezerwy wyników 2009 roku. Powołany w marcu zeszłego roku nowy Zarząd powrócił do szerokiego planu ograniczenia kosztów. Oczekujemy, że w wyniku przeprowadzonych przez obecne kierownictwo w drugiej połowie 2010 roku cięć, tegoroczne koszty operacyjne obniżą się na bazie o 42 mln PLN. Niższe koszty działalności operacyjnej w połączeniu z wciąż niedużym odbiciem w kontrakcji pozwolą spółce na wypracowanie 10,5 mln PLN EBIT. Przekłada się to na wskaźnik 6,1xEV/EBITDA co stanowi 19,5% dyskonta do sektora. W wyniku wprowadzonych korekt (obniżenie dynamiki sprzedaży, wzrost skali oszczędności, przesunięcie o rok wyceny porównawczej) podnosimy cenę docelową akcji Sygnity do 18,3 PLN (poprzednio 18,2 PLN) podtrzymując rekomendację kupuj.

Głębokie cięcia kosztów

Nowy Zarząd, który przejął stery spółki w marcu rozszerzył rozpoczęty przez poprzedników program redukcji zatrudnienia. Do 250 etatów zredukowanych między sierpniem i październikiem zeszłego roku (100 pracowników i 150 stałych współpracowników) jeszcze przez stare kierownictwo spółki nowy Zarząd dodał kolejne 400 ściętych etatów. Pełnego efektu niższych kosztów zatrudnienia spodziewać się należy od początku drugiego kwartału. Szacujemy, że w skali całego 2011 roku z tytułu niższego zatrudnienia Sygnity zaoszczędzi około 30 mln PLN, a w 2012 roku koszty z tego tytułu spadną o dodatkowe 5 mln PLN. Ponadto Sygnity dokonało wchłonięcia Aramu i Winueta. Likwidacja spółek zależnych pozwoli na zmniejszenie kosztów ogólnego zarządu przyszłego roku o około 1-2 mln PLN. Kolejnym ruchem Zarządu mającym na celu ograniczenie kosztów działalności jest stworzenie centrali zakupowej. Centralizacja zamówień dla całej Grupy ma poprawić pozycję negocjacyjną Sygnity oraz zwiększyć racjonalność składanego przez poszczególne piony zapotrzebowania. Prognozujemy, że dzięki temu posunięciu uda się zwiększyć osiąganą marżę brutto na sprzedaży o dodatkowe 0,1%. Następnymi ruchami podjętymi przez Zarząd jest optymalizacja floty samochodowej i wynajmowanej powierzchni biurowej. W jej ramach liczba samochodów zmalała o 35%. Zamknięto również cztery biura oraz zmniejszono wynajmowaną powierzchnię w kilku innych. Całkowite oszczędności z tego tytułu oceniamy na 4 mln PLN. Łącznie według naszych szacunków baza kosztowa 2011 roku obniży się o 42 mln PLN.

Backlog daje szansę na wzrost przychodów

W połowie listopada 2010 roku wartość portfela Sygnity na bieżący rok wyniosła około 204 mln PLN wobec 164 mln PLN kontraktów na 2010 rok, jakie spółka posiadała w analogicznym okresie 2009 roku, co oznacza wzrost o 25% w ujęciu r/r. Mimo, że oczekujemy, że dynamika przyrostu kontraktacji ulegnie wyhamowaniu (wysoka baza wzrostu portfela na początku 2010 roku) to posiadany na ten moment portfel w połączeniu z oczekiwanym odbiciem popytu na usługi informatyczne ze strony przedsiębiorstw dają podstawy do pierwszej od 4 lat pozytywnej dynamiki sprzedaży.

Umowa kredytowa z ING BSK

W styczniu Sygnity podpisało z ING BSK umowę, na mocy której bank udostępnił Sygnity linię kredytową w wysokości 30 mln PLN, co naszym zdaniem pozwoli na lepsze zarządzanie gotówką w spółce. Dotąd spółka finansowała się bardzo drogimi obligacjami jednocześnie utrzymując dosyć wysokie stany gotówki na bilansie. Dzięki powyższej umowie Sygnity będzie mogło spłacić część zadłużenia obligacyjnego i korzystać z finansowania dłużnego tylko w okresie większego zapotrzebowania na kapitał obrotowy (zazwyczaj drugi i trzeci kwartał). Dzięki temu powinny spaść tegoroczne koszty finansowania zadłużenia.

Górnictwo, metale

- **Spekulacyjne wzrosty cen metali ograniczają popyt a w dłuższym okresie przyspieszają rozbudowę mocy produkcyjnych. Koszty budowy kopalni miedzi to zaledwie 40% wartości rynkowej aktywności miedziowej KGHM (w przeliczeniu na tonę produkcji). Nie sposób przewidzieć kiedy bąbel spekulacyjny pęknie, naszym zdaniem ryzyko jest zdecydowanie za duże.**
- **Krajowy rynek węgla energetycznego poprawi się z punktu widzenia producentów. Ceny węgla importowanego z ARA są o 60% wyższe niż krajowe.**
- **Zalecamy sprzedaż akcji KGHM i kupno akcji LW Bogdanka.**

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 (styczeń-październik 2010 zaledwie 80%), co jednak jest konsekwencją kryzysu finansowego 2008/9 roku (przez niskie ceny i brak finansowania przesunięcie inwestycji w czasie) i wraz ze wzrostem cen i dostępności kredytu będzie rosło. W krótkim okresie zaburzenia po stronie produkcji powodują zdarzenia pogodowe. 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 3,7 tygodnia światowej konsumpcji. To blisko dwukrotnie więcej niż w szczycie hossy w 2007 roku. „Ostatni gasi światło”.

Niezależnie od naszego podejścia do cen miedzi w długim okresie, obecne wzrosty cen zmuszają nas do podwyższenia naszych dotychczasowych średnich cen przyjętych do wyceny KGHM. Średnia cena miedzi (3M) w 2010 roku wyniosła 7 602 USD/t, tj. 22 930 PLN/t. Dotychczas prognozowaliśmy, że średnia cena w 2011 ukształtuje się na poziomie 7 250 USD/t, obecnie podwyższamy tę wartość do 9 100 USD/t. W kolejnych latach prognozy pozostają bez zmian, tj. średnioroczna cena miedzi wynosi 6 700 USD/t.

Rynek węgla energetycznego

W ślad za innymi surowcami, dodatkowo wspierane powodziami w Australii, które ograniczyły podaż, ceny węgla energetycznego na rynku europejskim notują silne wzrosty. Ceny węgla w portach ARA wzrosły do 122 USD/t, tj. blisko 17 PLN/GJ po uwzględnieniu kosztów transportu węgla do polskich elektrowni. Dla porównania krajowy węgiel z kopalń śląskich kosztuje (dane Ministerstwa Gospodarki za listopad 2010) 260 PLN/t (88 USD/t), tj. 10,8 PLN/GJ. Krajowe kopalnie nadal mogą zwiększać ceny, co jak wskazują dane Ministerstwa Gospodarki już ma miejsce. Zgodnie z oczekiwaniami wzrostowi cen pomagają obniżające się zapasy, które spadły na koniec listopada do 3,64 mln ton (6,16 mln ton w maju 2010).

Relacja cen węgla krajowego i na rynku europejskim powoduje, że import surowca obniża się (1H2010 wyniósł 6,4 mln ton, w 3Q 1,8 mln ton) powoli odbudowuje się eksport (1H2010 6,2 mln ton, 2,6 mln ton w 3Q). Po raz pierwszy od 2007 roku oznacza to, że w ujęciu kwartalnym wolumen eksportu przekracza import. Tendencja ta powinna pogłębiać się w kolejnych kwartałach, dalej obniżając poziom zapasów – tym bardziej, że krajowa produkcja nadal zmniejsza się (za 1-11Q2010 -8,9% r/r) przy utrzymaniu sprzedaży na poziomie sprzed roku. Można więc podsumować obecną sytuację tak: przez ostatnie trzy lata tani węgiel z importu obniżał ceny krajowej produkcji, sprowadzając niezrestrukturyzowane i nieefektywne śląskie kopalnie (jako sektor) na skraj opłacalności wydobywania.

Przy takich relacjach cenowych wraz z rosnącym eksportem polskiego węgla, drogi import częściowo będzie musiał zaspakajać krajowy popyt z energetyki, co będzie windowało ceny w górę. Jak szybko to będzie następowało zależy również od decyzji politycznych. Kopalnie, kontrolowane przez Skarb Państwa mogą podnieść ceny tylko, gdy elektrownie dostaną zgodę na wyższą taryfę. Na końcu zapłaci podatnik. Wydaje się jednak, że Skarb Państwa ma obecnie szansę „uzdrowić” polskie kopalnie, co z pewnością ułatwiłoby ich sprzedaż w kolejnym roku. Taki scenariusz na obecną chwilę nie jest naszym scenariuszem bazowym. Zakładamy 3% wzrost cen węgla energetycznego w br.



KGHM (Sprzedaj)

Cena bieżąca: 176,8 PLN Cena docelowa: 145 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	11 060,5	15 701,8	42,0%	17 854,5	13,7%	13 065,9	-26,8%	Liczba akcji (mln)	200,0
EBITDA	3 645,7	6 263,8	71,8%	7 363,7	17,6%	3 717,0	-49,5%	MC (cena bieżąca)	35 360,0
marża EBITDA	33,0%	39,9%		41,2%		28,4%		EV (cena bieżąca)	31 969,1
EBIT	3 098,1	5 649,5	82,4%	6 693,2	18,5%	2 995,5	-55,2%	Free float	
Zysk netto	2 540,2	4 566,7	79,8%	5 421,5	18,7%	2 426,4	-55,2%		
P/E	13,9	7,7		6,5		14,6		Zmiana ceny: 1m	10,9%
P/CE	11,5	6,8		5,8		11,2		Zmiana ceny: 6m	68,9%
P/BV	3,4	2,5		2,0		1,9		Zmiana ceny: 12m	64,6%
EV/EBITDA	9,4	5,3		4,3		8,5		Max (52 tyg.)	180,0
Dyid (%)	6,6	1,7		5,7		5,7		Min (52 tyg.)	86,5



W ostatnim czasie na rynek trafił szereg wycen akcji KGHM z ceną powyżej 200 PLN za akcję. Naszym zdaniem obecny wzrost cen miedzi ma charakter spekulacyjny, wynikający z QE2 a ceny surowca – jak również metali szlachetnych nie utrzymają się na obecnych poziomach w kolejnych latach (wpływ na wycenę dochodową, w długim okresie niezmiennie zakładamy poziom 6700 USD/t). W krótkim okresie obecne wzrosty cen do poziomu już blisko 10 tys. USD/t zwiększą wyniki spółki w 2011 roku, ale zwracamy uwagę, że spółka posiada (dużą w relacji do rocznej produkcji) zabezpiezoną pozycję na miedzi w wysokości 307 tys. ton z górną partycypacją cenową do maksymalnie 9 600 USD/t. Oznacza to, że dalszy wzrost cen tylko w niewielkim stopniu wpłynie na tegoroczny wynik (1/3 wolumenu tegorocznej produkcji zabezpieczona do maksymalnej ceny 9 380 USD/t, ponadto negatywny wpływ wyceny czasowej opcji pozostałego wolumenu zabezpieczonego na 2012 (117 tys. ton) i 2013 (19,5 tys. ton) rok. Po uwzględnieniu wyższych cen miedzi i srebra podwyższamy 9-cio miesięczną cenę docelową do 145 PLN (z 122 PLN) i zalecamy sprzedaż akcji spółki.

Hedging a wyniki

Na koniec 3Q łączna zabezpieczona pozycja na miedzi to 307 tys. ton z wolumenem rozkładającym się do roku 2013 (117 tys. ton w 2011, 117 tys. ton w 2012 i 19,5 tys. w 2013). Oznacza to, że zabezpieczony wolumen stanowi 23% łącznego wolumenu sprzedaży i 28% wolumenu sprzedaży z produkcji wsadów własnych. Obecne działania w tym zakresie spółki oceniamy pozytywnie. Mają one dodatni wpływ na wycenę w długim okresie. Tym niemniej, przy obecnych cenach otwarta pozycja stwarza ryzyko wysokiej straty (powyżej 500 mln PLN) na rozliczeniu wartości czasowej opcji już w 4Q. Zabezpieczenia to przede wszystkim opcje ze strategią korytarzową i mewa. Górny poziom partycypacji to 9500-9600 USD/t. dla wolumenu 136,5 tys. ton, 58,5 tys. ton po 9300 USD/t i pozostałe 112 tys. ton po 9000 USD/t i mniej. Oznacza to, że przy obecnym wzroście cen KGHM na dużym wolumenie (1/3 produkcji górniczej) nie partycypuje we wzroście cen miedzi. W kontekście tego, że akcje spółki zachowują się istotnie lepiej niż spółek porównywalnych, wydaje się, że przyszłoroczne wyniki mogą być dla inwestorów rozczarowaniem.

Nowe inwestycje w wydobywie

Wysokie ceny skłaniają producentów do uruchamiania nowych mocy produkcyjnych. Zgodnie z danymi ISCG w br. produkcja górnicza miedzi wzrosła o ponad 800 tys. ton, co w przybliżeniu odpowiada wzrostowi popytu. Z informacji płynących od producentów wynika, że po roku 2012 mocy produkcyjnych będzie przybywało szybciej (ponad 1 mln ton rocznie). Koszty budowy kopalni są nieporównywalnie niższe niż dzisiejsze wyceny spółek z sektora. Poniżej przedstawiamy jeden przykład z Peru (dowodem jest również inwestycja KGHM w Kanadzie). Obecnie dwie duże kopalnie czekają na pozwolenie na budowę (nadal nierozstrzygnięte kwestie środowiskowe). Oba należą do światowych potentatów Xtrata Copper i Southern Copper Corp. Pierwszy będzie kosztował około 4,2 mld USD dostarczy na rynek 400 tys. ton miedzi. Koncentrat posiada dużą zawartość złota, srebra i molibdenu. Drugi projekt ma wydobywać rocznie 120 tys. ton miedzi, a koszt budowy kopalni szacowany jest na 934 mln USD. Oba projekty razem wzięte dostarczą na rynek łącznie 520 tys. ton miedzi, tj. o 100 tys. ton więcej niż KGHM. Koszt budowy kopalni to niespełna 15 mld PLN. Obecna wycena rynkowa części górniczej KGHM (MC skorygowany o inne aktywa i gotówkę) to 30 mld PLN. Wycena projektów na tonę produkcji w przypadku nowych inwestycji to 29 mln PLN a w przypadku KGHM 71 mln PLN (+147%). Znacznie tańsze niż przykład peruwiański są projekty uruchamiane w Afryce czy Azji (Mongolia).



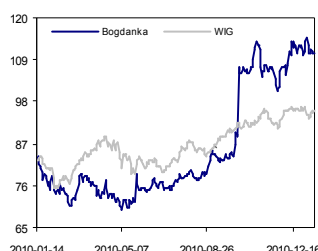
LW Bogdanka (Kupuj)

Cena bieżąca: 110,6 PLN Cena docelowa: 125,9 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-09

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 118,4	1 243,0	11,1%	1 521,1	22,4%	1 911,5	25,7%	Liczba akcji (mln)	34,0
EBITDA	368,0	414,7	12,7%	567,6	36,9%	739,9	30,4%	MC (cena bieżąca)	3 761,8
marża EBITDA	32,9%	33,4%		37,3%		38,7%		EV (cena bieżąca)	3 906,0
EBIT	226,7	265,2	17,0%	342,6	29,2%	478,9	39,8%	Free float	33,0%
Zysk netto	191,5	213,6	11,6%	257,5	20,5%	366,0	42,1%		
P/E	19,6	17,6		14,6		10,3		Zmiana ceny: 1m	-2,9%
P/CE	11,3	10,4		7,8		6,0		Zmiana ceny: 6m	40,4%
P/BV	2,2	2,0		1,7		1,6		Zmiana ceny: 12m	36,5%
EV/EBITDA	9,1	9,1		6,9		5,1		Max (52 tyg.)	114,9
Dyid (%)	0,2	2,4		0,5		0,6		Min (52 tyg.)	69,5



Poprawiająca się sytuacja na krajowym rynku węgla pozwala z optymizmem patrzeć na rok 2011. W naszych prognozach tegorocznych wyników zakładamy wzrost wolumenu, zgodny z zapowiedziami spółki (6 850 tys. ton) oraz 3% wzrost średniej ceny węgla. W kontekście sytuacji na rynkach światowych założenie takie można traktować jako konserwatywne. Elektrownie nie zaakceptują cen obowiązujących na rynku europejskim, ale systematycznie wraz z malejącą dostępnością krajowego węgla będą musiały uzupełniać braki drogim importem. To powoduje, że możliwy jest szybszy niż zakładamy wzrost cen krajowych. Negocjacje w tej sprawie pomiędzy zainteresowanymi stronami właśnie się zaczynają. Każdy 1 punkt procentowy (2 PLN/t) szybszego wzrostu cen oznacza wzrost zysku brutto spółki na wolumenie z 2011 o 14 mln PLN. W prognozie zakładamy, że w roku 2012 produkcja węgla zwiększy się do 8,5 mln ton a w roku kolejnym do 10,3 mln ton. W roku 2014 spółka powinna osiągnąć docelowe wydobycie na poziomie 11 mln ton. W 2011 roku mogą pojawiać się spekulacje nt. połączenia z JS czy kolejnych prób przejęcia spółki. W pierwszym przypadku, choć technicznie trudne, połączenie stworzyłoby jedną z największych spółek na GPW, z zyskiem netto na poziomie 1,5 mld PLN rocznie. Taki podmiot mógłby wejść do WIG20. Podtrzymujemy naszą 9-cio miesięczną cenę docelową dla akcji spółki na poziomie 125,9 PLN i zalecamy kupno jej akcji.

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, jaką LWB może sprzedać poza kontraktami długoterminowymi). 1Q2011 znów powinien przynieść spółce wzrost zysku do ok. 55-60 mln PLN. Ze względu na pojawienie się amortyzacji szybu i transportu poziomego słabszy wynik netto powinna spółka zanotować w kolejnym kwartale, w którym nie wystąpi jeszcze skokowy wzrost wolumenu. Pojawi się on w 3Q, który powinien być dla spółki rekordowo dobry.

Przejmie, będzie przejęta, połączy się

Po nieudanym wezwaniu ze strony NWR, rok 2011 wcale nie musi być nudny dla akcjonariuszy LWB. Nadal spółka może być celem przejęcia przez inwestora branżowego. Należy również pamiętać, że w perspektywie najbliższych dwóch lat spółka zacznie generować blisko 0,5 mld PLN FCF, co przy braku zadłużenia będzie stwarzało możliwości do przejęcia już dziś. W 2011 inwestycje spółki zaczną już spadać i osiągną poziom 600 mln PLN (780 mln PLN w 2010) a w roku kolejnym 390 mln PLN. Najatrakcyjniejszą naszym zdaniem opcją jest połączenie z Jastrzębską Spółką Węglową (JSW), która w 2010 miała ok. 1 mld PLN skonsolidowanego zysku netto. Na obecną chwilę JSW chce w połowie roku przygotować prospekt emisyjny. Wg prezesa JSW połączenie z Bogdanką jest realne i uzasadnione. Fuzja z Bogdanką pomogłaby obu spółkom zdywersyfikować działalność. JSW jest przede wszystkim producentem węgla koksowego (największy producent w UE z udokumentowanymi zasobami na poziomie 530 mln ton, z możliwością rozszerzenia do ponad 900 mln ton). Od dłuższego czasu jesteśmy fanami połączenia obu firm i obserwując wypowiedzi przedstawicieli spółek wydaje się to być coraz bardziej realne. Połączona firma w perspektywie 2 lat miałaby 1,5 mld PLN rocznego zysku i była jedną z największych firm na GPW.

Przemysł

- Gospodarka niemiecka odbudowuje popyt wewnętrzny, co zastępuje eksport jako dotychczasowy motor wzrostu produkcji przemysłowej. Na terenie kraju rynek wewnętrzny jest coraz wyraźniejszym motorem wzrostu dla PKB w Polsce. Nie bez znaczenia dla kształtowania się produkcji przemysłowej w roku będą spodziewane rekordowe wydatki na inwestycje (infrastrukturalne).
- Wzrost wolumenów sprzyja osiąganym rezultatom krajowych przedsiębiorstw przemysłowych (efekt dźwigni operacyjnej).
- Wzrost cen surowców, nośników energii i płac negatywny głównie dla branży o niskim wykorzystaniu poziomu mocy produkcyjnych.
- Producenci z zaplecza górniczego mimo poprawiającej się sytuacji finansowej kopalni nadal będą wykazywali się dużą determinacją w pozyskiwaniu zleceń, co prowadzić będzie do dużej zmienności osiąganych rezultatów.
- Brak niesprzyjających warunków pogodowych na terenie Ukrainy będzie miało pozytywny efekt dla Kernela, który dzięki większym w porównaniu do ubiegłorocznych plonów zwiększy przychody związane z przechowywaniem, transportem i handlem zboża oraz zapewni dużą ilość słonecznika potrzebną do przerobu. Dobra pogoda, to z kolei zła informacja dla Astarty, która w obliczu zwiększenia areалу buraka cukrowego i zwiększenia produkcji cukru nie będzie mogła od 3Q11 liczyć na tak wysokie ceny cukru jak ma to miejsce obecnie.
- Producenci płytek ceramicznych w 1H11 będą musieli zmierzyć się ze wzrastającymi kosztami wytworzenia (płace, materiały, gaz) przy braku możliwości istotnych wzrostów cen. W drugiej połowie istnieje możliwość wzrostu wolumenów za sprawą spodziewanego odbicia w deweloperce.
- W pierwszej połowie roku nie ma ryzyka spadku marży przerobowej przetwórców aluminium. Dobre otoczenie w przemyśle powinno być szansą dla zwiększenia wolumenów i marży przerobowej producentów typu Impexmetal. Nie oczekujemy istotnego zwiększenia wolumenów generowanych przez budownictwo wielkokubaturowe.

Kluczowe rekomendacje: Impexmetal (Kupuj), Famur (Sprzedaj), Astarta (Sprzedaj)

Pozostałe spółki godne uwagi: Seco Warwick, Orzeł Biały, Zetkama, Drop i Amica.

Zamówienia przemysłowe w przemyśle niemieckim są obecnie wyraźnie wyższe niż w całej strefie Euro. Inaczej niż miało to miejsce wcześniej motorem wzrostu nie jest już tylko eksport, ale również odbudowujący się popyt wewnętrzny. Bez większych zakłóceń w bieżącym roku dynamika produkcji przemysłowej ma duże szanse utrzymać się na jednocyfrowym poziomie, co już sygnalizowane jest wysokimi wskaźnikami PMI (57,0 w grudniu 2010) i nowymi zamówieniami (+18,8% r/r w listopadzie 2010). Wzrost produkcji przemysłowej na terenie zachodniego sąsiada, to główny element wzrostu dla polskiego przemysłu, który ze względu na konkurencyjność cenową stanowi dostawcę produktów i półproduktów. W Polsce wzrost produkcji przemysłowej w znacznej mierze coraz bardziej napędzany jest przez komponent wewnętrzny reprezentowany przez prywatny, cykliczny popyt finalny ze strony gospodarstw domowych, przedsiębiorstw i sektora rządowego. Rok 2011 będzie pod względem wydatków infrastrukturalnych rekordowy, co dodatkowo zwiększać będzie popyt na produkty branży przemysłowej.

Wzrost zamówień w przemyśle sprzyja zwiększaniu wolumenów krajowych przedsiębiorstw przemysłowych. W przypadku branży o dużych barierach wejścia (ze względu na wysokie koszty inwestycji i długi czas trwania procesu inwestycyjnego) możliwy jest do zaobserwowania efekt podwójnej dźwigni operacyjnej (wzrost wolumenów i cen produktów), w związku z zwiększeniem wykorzystania mocy produkcyjnych i pojawieniem się barier produkcyjnych (wąskich gardeł).

Tegoroczny spodziewany wzrost cen surowców, nośników energii oraz płac prawdopodobnie będzie miał negatywny wpływ na przedsiębiorstwa działające w branżach, gdzie nadal mimo poprawiającej się koniunktury w przemyśle wykorzystanie mocy produkcyjnych jest na niskim poziomie (branża płytek ceramicznych, ceramiki sanitarnej, obudów zmechanizowanych dla górnictwa, stoczniowa). Duża konkurencja powoduje, że producentom z takich branż trudno jest istotnie podwyższać ceny produktów, co przy rosnących kosztach wytworzenia ma negatywny wpływ na marże. Problem nie jest z kolei istotny w branżach, gdzie już obecnie poziom wykorzystania mocy jest wysoki, co pozwala producentom na przełożenie kosztów wytworzenia na produkt finalny (przetwórcy metali). W niektórych przypadkach istotny wzrost cen podstawowego składnika kosztowego może mieć dla producentów negatywny efekt na poziom zamówień (skutkiem wzrostu konkurencyjności produktów z substytutów) (na przykład przetwórcy miedzi i wyrobów z tego metalu).

Krajowy rynek maszyn i urządzeń dla górnictwa nadal będzie bardzo konkurencyjny w kolejnym roku. Poprawiająca się sytuacja kopalni powinna powodować zwiększenie inwestycji w drugiej połowie roku, ale wciąż bez istotnych zleceń zagranicznych spółki będą zmuszone do istotnego schodzenia z cen w krajowych przetargach. To z kolei prowadzić będzie do wysokiej zmienności osiąganych rezultatów. Jak na razie ani Famur, ani Kopex nie informowały o znaczących nowych kontraktach na dostawę maszyn i urządzeń przypadających na 1Q11.

Na terenie Ukrainy dobra pogoda w kolejnym sezonie, to szansa na zwiększenie plonów zbóż i ich eksportu. Nie bez znaczenia będzie również zwiększenie zbiorów słonecznika, którego areal będzie prawdopodobnie na co najmniej takim poziomie jak w roku bieżącym, co związane jest ze spodziewaną wysoką rentownością tej uprawy (w wyniku około 60% wzrostu cen i rekordowej ponad 40% rentowności w 2009 roku). To z kolei pozwoli na zwiększenie przerobu słonecznika w kolejnym sezonie. Spodziewany wzrost arealu buraka cukrowego (z 500 do 550 tys. ha) pozwoli na wytworzenie ponad 2,2 MT cukru przy popycie na poziomie 1,9-2,0 MT. To powinno powodować spadek cen cukru na lokalnym rynku w sierpniu-wrześniu 2011, oraz obniżenie się wyników finansowych Astarty.

Producenci ceramiki łazienkowej i płytek ceramicznych sygnalizują wzrost kosztów wytworzenia. Wykorzystanie mocy produkcyjnych w kraju znajduje się obecnie na poziomie 70-80%, co nie pozwala na istotne podwyżki cen przez wytwórców. To z kolei może negatywnie oddziaływać na marże osiągane w 1H11. W drugiej połowie roku sygnalizowane jest zwiększenie liczby oddawanych mieszkań przez deweloperów, co może mieć pozytywny wpływ na wolumeny sprzedaży w branży wykończeniowej.

W pierwszej połowie roku nie jest spodziewany wzrost marży producenckiej wytwórców wlewków i gąsek miedzianych oraz aluminiowych. Co powinno gwarantować utrzymanie marży przez przetwórców metali w pierwszej połowie roku. Na dobrym otoczeniu w przemyśle europejskim skorzystać powinny przede wszystkim producenci o dużym udziale sprzedaży eksportowej oraz kierujący swój asortyment do przedsiębiorstw przemysłowych (Impexmetal). Istnieje możliwość, że przy dalszym wzroście zamówień przetwórcą będzie miał szansę na podwyżkę marży przerobowej i wzrost wyników operacyjnych. W kolejnym roku nic nie wskazuje, aby zwiększyła się liczba projektów wielkokubaturowych, będących w fazie ukończenia. To z kolei powodować będzie, że wolumeny Grupy Kęty (które kierują 75% przychodów do branży budowlanej) powinny być stabilne, ale bez istotnych wzrostów.

Z mniejszych Spółek przemysłowych, mających szansę na wzrost wartości w 2011 roku zwracamy uwagę na Amicę, Drop, Orzeł Biały, Seco Warwick i Zetkama.

Amica

W bieżącym roku widoczne być powinny pierwsze efekty rozłączenia oraz sprzedaży fabryki pralek i lodówek, jaka miała miejsce w roku 2010. Lodówki i pralki nadal sprzedawane będą pod marką Amica, natomiast produkcja asortymentu zostanie zlecona producentowi zewnętrznemu. Spółka liczy, że koszt wytworzenia tych produktów spadnie, w związku z faktem, że wcześniej moce produkcyjne fabryki wykorzystywane były na niskim poziomie. Perspektywa potencjalnej poprawy wyników w kolejnym roku powinna być dyskontowana przez rynek przed 3Q11, w którym spodziewane są pierwsze pozytywne efekty. Coraz większe grono zaangażowanych funduszy inwestycyjnych (ING OFE, Noble TFI i Quercus TFI) może świadczyć o dużym zaufaniu, co do poprawy wyników w bieżącym roku. Dodatkową zachętą do kupna może stanowić zapowiedziana dywidenda z zysku za 2010 w wysokości 3 PLN na akcję (DY 6,5%).

Drop

Głównym obszarem działalności jest handel odpadami, a w szczególności hurtowy handel metali nieżelaznych. Największą pozycją w przychodach Spółki stanowią odpady miedziowe (68%), następnie mosiądz (11%), aluminium (8%), oraz brąz (4%). Głównymi odbiorcami Spółki są krajowe przedsiębiorstwa, eksport stanowi tylko 16% udziału w realizowanych przychodach. Na poziom realizowanych przychodów i wyników główny wpływ ma kształtowanie się cen metali na rynkach światowych, poziom wzrostu PKB na terenie kraju oraz ilość prowadzonych inwestycji (przedsiębiorstwa są głównym dostawcą odpadów dla Spółki). W 2010 roku Drop dwukrotnie podwyższał prognozę wyniku netto na bieżący rok, która ostatecznie została ustalona na poziomie 15,6 mln PLN wobec 12 mln PLN na początku roku. Po 3Q10 prognoza wykonana jest w 88%, a obecna cena implikuje 12,5 P/E na 2010 rok dla prognozowanego przez Zarząd zysku netto. Dobre prognozy dla przemysłu, oraz ilość realizowanych projektów infrastrukturalnych w Polsce powinny zapewnić Spółce duże ilości odpadów, a z kolei wysokie ceny metali na rynkach światowych powinny mieć pozytywny wpływ na wielkość realizowanych wyników finansowych. Nie bez znaczenia są wysokie ceny węgla koksującego, które skłaniać mogą odlewnie do zwiększenia pozyskiwania surowca z odpadu. W 2011 roku możliwa jest dalsza poprawa wyników, szczególnie jeśli inwestor ma pozytywne nastawienie, co do kształtowania się cen metali w 2011 roku. W związku z zakładanymi przez nas spadkami cen

metali w kolejnym roku należy zastanowić się nad realizacją zysków z inwestycji po pierwszej połowie roku. Pewnym zagrożeniem dla kształtowania się ceny akcji może być konflikt z Urzędem Skarbowym, który zabezpieczył 6,2 mln PLN na majątku, z tytułu spornych zaległości podatkowych od towarów i usług za 2007 rok.

Orzeł Biały

Spółka jest beneficjentem wysokich cen aluminium na międzynarodowych rynkach oraz słabej złotówki do dolara. Największe zapotrzebowanie na ołów na świecie generowany jest przez producentów baterii (około 60%). Pozytywny wpływ na wolumeny w bieżącym roku może mieć spadek temperatur w okresie zimowym, które wpływają na częstotliwość wymiany akumulatorów. W bieżącym roku jest to tym bardziej znaczące, że w okresie letnim poprzedniego roku na terenie Europy miały miejsce wysokie temperatury (upały w lipcu), a baterie nie tolerują wysokiej amplitudy temperatur. Chłód poniżej 20 stopni Celsjusza w okresie zimowym powinien być sygnałem do wzrostu wolumenów w roku 2011, szczególnie jeśli ktoś ma pozytywne nastawienie co do cen metali na rynkach światowych. Dodatkowym pozytywnym czynnikiem może być odbicie w motoryzacji, którego można się spodziewać w 2011 roku. Według naszych wstępnych szacunków na 2010 rok Spółka notowana jest ze wskaźnikiem P/E na poziomie 10,6.

Seco Warwick

Kurs Spółki w końcówce 2010 roku znacząco spadł pod wpływem komunikatów dotyczących sprzedaży akcji przez Przewodniczącą Rady Nadzorczej. Uważamy, że fakt ten nie jest spowodowany przyczynami fundamentalnymi, na co wskazuje utrzymujący się na wysokim poziomie portfel zamówień (około 130 mln PLN) oraz poprawiające się z kwartału na kwartał wyniki finansowe (w 3Q10 Spółka zanotowała 4 mln PLN zysku netto). W kolejnym roku Spółka dodatkowo księgować będzie cały wynik spółki zależnej Retech LLC (dotychczas 50%, konsolidacja 100% od grudnia 2010). W poprzednim roku Retech LLC w 1-3Q przyniósł Grupie jedynie 0,4 mln PLN, co było pochodną niskiego poziomu portfela zamówień w pierwszej połowie 2010 roku (10-15 mln USD). Na przestrzeni 3Q10 spółce zależnej udało się podwoić wartość backlogu (do około 30 mln USD), a biorąc pod uwagę wysokie wyniki finansowe, jakie Retech generował w 2008 roku (6,7 mln PLN przy konsolidacji 50%) w kolejnym roku istnieje szansa na istotną poprawę rentowności przy udziale na poziomie 100%. Dodatkowo w 4Q10 Retech informował o zdobyciu kolejnego zamówienia o wartości 65,4 mln PLN, które realizowane będzie do połowy 2013 roku. Wsparciem dla wyników Grupy powinny być sygnalizowane przez branżę motoryzacyjną możliwe inwestycje (w badaniu przeprowadzonym przez Deloitte we IX, X i XI 2010 około 47% przedsiębiorców z branży automotive wyraziło zdanie, że inwestycje w 2011 roku są bardzo prawdopodobne, a 28% że są możliwe). Do tej pory najmniej zamówień pojawiało się w segmentach Aluminium Process i segmencie CAB, których zleceniodawcą był właśnie sektor motoryzacyjny. Pojawienie się nowych kontraktów ze strony motoryzacji powinno mieć pozytywny wpływ na zwiększenie portfela zamówień w przyszłości. Według naszych wstępnych szacunków obecnie Spółka notowana jest ze wskaźnikiem P/E 11,7 na bieżący rok.

Zetkama

Spółka jest producentem armatury przemysłowej, elementów złącznych, odlewów oraz rur do systemów układów wydechowych. Główni odbiorcy, to energetyka, budownictwo, ciepłownictwo, przemysł maszynowy i stoczniowy, przemysł lotniczy i motoryzacyjny. Około 60% przychodów jest kierowane na eksport (kraje Unii Europejskiej odpowiadają za około 50% sprzedaży Grupy). Spółka powinna korzystać w kolejnym roku na ożywieniu w przemyśle europejskim oraz polskim. W poprzednim roku, po istotnym wzroście zamówień w pierwszej połowie roku w 3Q10 Grupa istotnie poprawiła wyniki operacyjne, wypracowując tylko w 3Q10 31% prognozowanego przez Zarząd na 2010 rok zysku netto i 27% przychodów ze sprzedaży. Dalsza poprawa rezultatów jest możliwa również w 4Q10, co oznacza, że wykonanie prognozy Zarządu na bieżący rok należy ocenić za wysoce prawdopodobne (obecnie przy prognozie Zarządu Spółka notowana jest przy P/E 10,2 na 2010 rok). Naszym zdaniem przy wzroście wolumenów w kolejnym roku prawdopodobne jest podwyższenie prognozy Zarządu, w porównaniu do zeszłorocznych oczekiwań. Zagrożeniem dla Spółki jest całkiem wysokie zadłużenie, które sięga około 2,5 prognozowanej przez Zarząd EBITDA na 2010 rok.



Astarta (Sprzedaj)

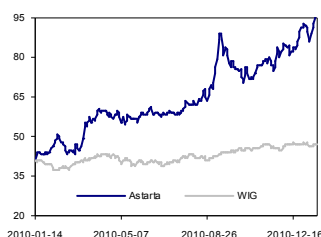
Cena bieżąca: 101 PLN

Cena docelowa: 63,6 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn UAH)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 354,8	2 080,1	53,5%	2 164,4	4,1%	2 253,2	4,1%	Liczba akcji (mIn)	25,0
EBITDA	550,5	1 281,8	132,8%	944,8	-26,3%	688,0	-27,2%	MC (cena bieżąca)	2 525,0
marża EBITDA	40,6%	61,6%		43,7%		30,5%		EV (cena bieżąca)	2 675,1
EBIT	457,5	1 107,2	142,0%	757,8	-31,6%	504,0	-33,5%	Free float	25,9%
Zysk netto	323,4	996,5	208,1%	675,6	-32,2%	353,9	-47,6%		
P/E	20,7	6,7		9,9		18,9		Zmiana ceny: 1m	20,2%
P/CE	16,0	5,7		7,7		12,4		Zmiana ceny: 6m	71,3%
P/BV	5,0	3,1		2,4		2,3		Zmiana ceny: 12m	129,5%
EV/EBITDA	13,9	6,0		7,5		10,3		Max (52 tyg.)	101,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		3,5		Min (52 tyg.)	43,0



Zeszlóroczny wzrost arealu buraka cukrowego (o około 50% r/r) przy normalnych warunkach pogodowych daje możliwość na wyprodukowanie 2,1-2,2 MT cukru przy rocznym popycie na poziomie 1,9-2,0 MT. Od początku ubiegłego roku cena buraka cukrowego na rynku krajowym wzrosła o 40,8% r/r, co sprawia, że prawdopodobnie rolnicy chętnie decydować się będą na tę uprawę. Tym bardziej, jeśli weźmiemy pod uwagę wysoką rentowność w 2009 roku (23,4% - druga najbardziej rentowna uprawa na Ukrainie) oraz przyznane rolnikom buraka cukrowego subsydium za ubiegły sezon (500 UAH za ha, średnio 3,5% ceny za tonę I-X 2010). Mimo wzrostu cen zbóż w I-X 2010 o średnio +42,8% r/r, jak na razie nie jest to odbierane jako zdecydowana zachęta do zwiększenia zasiewu ozimych odmian (Na dzień 15 grudnia 2010 na Ukrainie obsiano 9,3 mln ha uprawami ozimymi, czyli o 8,1% r/r mniej). Na wiosnę Ministerstwo Rolnictwa spodziewa się, że areal buraka cukrowego wzrośnie do 550 tys. ha, a to pozwoli na większą dostępność surowca potrzebnego do wytworzenia cukru, zwiększenie produkcji oraz spadek cen cukru po kolejnych zbiorach buraka (wrzesień-październik). Naszym zdaniem utrzymanie ekstremalnie wysokich cen cukru w kolejnych latach na Ukrainie nadal pozostaje mało prawdopodobne. Tym niemniej w krótkim okresie Spółka nadal korzystać będzie z wysokich cen cukru na rynku krajowym (800-900 USD/T), co wynika z deficytu, jaki ma miejsce w sezonie bieżącym (2010/2011). Pamiętać należy jednak, że od 1Q11 wyniki Spółki będą porównywane do wysokiej bazy roku 2010, a od 4Q10 do 3Q11 Spółka sprzeda mniej niż rok wcześniej cukru, co wynika z mniejszej produkcji w sezonie 2010/2011 o -11% r/r. Podtrzymujemy rekomendację sprzedaż.

Astarta w 1-3Q11

W pierwszych trzech kwartałach 2011 Spółka będzie się musiała zmierzyć z wysoką bazą roku 2010, gdzie kwartalnie przychody sięgały 400-500 mln UAH, a zysk netto 200 – 400 mln UAH. Pamiętać należy, że cena cukru w 1Q10 była średnio najwyższa w całym roku (974 USD/T), a ilość wyprodukowanego w 2009 roku była o 11% wyższa niż w 2010 (cukier wyprodukowany w 3Q i 4Q sprzedaje się w 1-3Q kolejnego roku). W przypadku zbóż ilość wyprodukowana w 2009 roku była o 12% r/r wyższa niż 2010 roku, co będzie miało wpływ na wielkość sprzedaży w pierwszych dwóch kwartałach 2010 roku. Mimo sprzyjających poziomów cen zbóż, które w I-XI były o 42,8% r/r wyższe, wprowadzone na terenie Ukrainy kwoty na eksport zboża, sprawiają, że spółki handlujące zbożem nie mają pewności, co do możliwości sprzedaży zakupionego towaru i wstrzymują się z jego nabyciem. To z kolei powoduje, że realnie ilość sprzedanego zboża przez producentów jest ograniczona, na co wskazuje niższy w 3Q10 w ramach Astarty wolumen sprzedaży (-33,1% r/r). Obowiązujące kwoty eksportowe w 1Q11 będą prawdopodobnie mieć zbliżony efekt jak miało to miejsce w 3Q10, dlatego prawdopodobnie nadal obserwować będziemy niski wolumen sprzedaży zbóż. Innym wyjściem jest sprzedaż po niższej cenie, co będzie mieć z kolei negatywny efekt na rachunek zysków i strat, gdyż zboża te zostały już zaksięgowane w wynikach 2010 za sprawą rewaluacji aktywów biologicznych i wyceną aktywów biologicznych do wartości godziwej, a sprzedaż poniżej cen, jakie miały miejsce w momencie zbiorów będzie miało negatywny efekt na wyniki przyszłych kwartałów. W 1H11 rezultaty z kolei nadal będą zawyżane przez wycenę aktywów biologicznych za sprawą uwzględnienia rosnących zbóż, które będą księgowane po wyższych niż w analogicznych okresach 2010 roku cenach, oraz w wyniku wzrostu arealu uprawnego o 20% r/r.

Zmiana prognozy

Obniżmy naszą prognozę zysku netto na 2010 i 2011 rok o odpowiednio 8,2% i 11,8% w związku z niższymi niż się wcześniej spodziewaliśmy wynikami kompani cukrowej w ramach Astarty (w 2010 wyprodukowano 200 tys. ton cukru vs. prognoza DI BRE 283 tys. ton) oraz niższymi zbiorami zbóż (w 2010 wyprodukowano 330 tys. ton zbóż vs. prognoza DI BRE 334 tys. ton zbóż).



Centrum Klimy (Trzymaj)

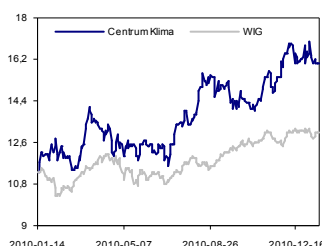
Cena bieżąca: 16 PLN

Cena docelowa: 16,9 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	71,7	85,9	19,8%	111,0	29,2%	118,3	6,5%	Liczba akcji (mln)	8,5
EBITDA	9,7	9,8	1,3%	15,9	62,1%	17,7	11,7%	MC (cena bieżąca)	136,3
marża EBITDA	13,5%	11,4%		14,3%		15,0%		EV (cena bieżąca)	131,1
EBIT	8,0	7,6	-5,6%	12,8	68,4%	14,1	10,8%	Free float	39,0%
Zysk netto	6,7	7,9	18,0%	10,1	28,1%	11,4	12,4%		
P/E	20,3	17,2		13,4		12,0		Zmiana ceny: 1m	-3,0%
P/CE	16,3	13,5		10,3		9,1		Zmiana ceny: 6m	20,1%
P/BV	2,1	2,1		1,9		1,7		Zmiana ceny: 12m	31,7%
EV/EBITDA	13,7	14,3		8,3		7,1		Max (52 tyg.)	17,0
Dyidyl (%)	1,2	2,8		2,3		3,0		Min (52 tyg.)	11,4



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

Zwiększenie produkcji w 2011 roku

Mimo zanotowanych problemów związanych z dostawą nowych maszyn na dziale produkcji w 4Q10, w pierwszym kwartale bieżącego roku produkcja odbywa się bez zakłóceń. Według Prezesa w kolejnym roku zapowiadane jest zwiększenie wolumenów na produkcji o 150% r/r, co połączone z dużą przewagą kosztową w porównaniu do europejskich producentów powinno sprzyjać zwiększeniu sprzedaży w kolejnym roku. Spodziewamy się, że w 2011 roku udział produkcji w przychodach Spółki wzrośnie do ponad 30% z około 25% w roku 2010.

Sprzedaż zakładu w Piastowie jednak w 2010 roku

Zapowiadana sprzedaż zakładu w Piastowie w 2011 roku z powodów podatkowych została zrealizowana przed zakończeniem ubiegłego roku. W związku z tym wynik na transakcji zostanie zaksięgowany w roku 2010, a zapłata za nieruchomości nastąpi w 1Q11. Środki ze zbycia mają zostać przeznaczone na potencjalną inwestycję, ale Zarząd nie wyklucza wypłaty dywidendy z zysku na 2010 rok.

Zapowiadane plany rozwoju

Spółka w 1H11 prawdopodobnie poinformuje rynek o szczegółach dotyczących inwestycji w linię produkcyjną nowego wyrobu, który obecnie oferowany jest przez dwóch-trzech producentów w branży. Prezes wcześniej zapowiadał, że finansowanie inwestycji mogłoby pochodzić z emisji obligacji, bądź akcji. Prognozowana przez nas EBITDA na 2011 rok na poziomie 15,9 mln PLN bez problemu pozwalałaby na zaciągnięcie długu w wysokości 30 mln PLN (dług netto na koniec 3Q10 wynosił 2,8 mln PLN), dodatkowe 10 mln PLN pochodziłoby ze sprzedaży nieruchomości w Piastowie. W takim scenariuszu możliwe byłoby sfinansowanie inwestycji bez obowiązku przeprowadzenia emisji akcji. Wszystko zależy jednak od postanowień Zarządu oraz akcjonariuszy.

4Q10 może krótkoterminowo odwrócić sentyment

O ile w 2Q10 i 3Q10 słaby PLN do USD negatywnie wpływał na rentowność w segmencie dystrybucji, to umocnienie PLN do USD w październiku i listopadzie sygnalizowało poprawę marży na dystrybucji. Niestety duża część zakupów, jaka została zrealizowana w 3Q10, a sprzedaż nastąpiła w 4Q10, co krótkoterminowo mogło mieć wpływ na obniżenie się marży na dystrybucji. Spółka w wyniku intensywnych opadów śniegu w 4Q11 odnotowała opóźnienia w dostawach asortymentu na budowy, co może przyczynić się do niższych przychodów. Sygnalizowane opóźnienia na dostawie nowych linii produkcyjnych i problemy w zatrudnieniu nowych osób w połączeniu ze wspomnianymi opóźnieniami w dostarczeniu produktów na budowy w krótkim terminie mogą sprawić, że wzrost wolumenów na produkcji nie musi być tak duży jak miało to miejsce we wrześniu 2010 (+50% m/m).



Cersanit (Redukuj)

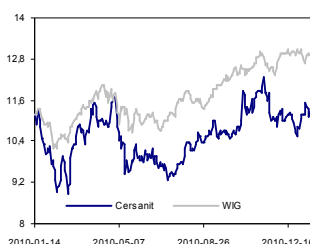
Cena bieżąca: 11,3 PLN

Cena docelowa: 10,4 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 415,2	1 538,9	8,7%	1 675,8	8,9%	1 806,1	7,8%	Liczba akcji (mln)	216,4
EBITDA	284,7	277,7	-2,5%	331,8	19,5%	374,3	12,8%	MC (cena bieżąca)	2 445,1
marża EBITDA	20,1%	18,0%		19,8%		20,7%		EV (cena bieżąca)	3 235,0
EBIT	168,1	169,3	0,7%	208,6	23,2%	244,3	17,1%	Free float	27,5%
Zysk netto	-8,1	135,0		132,2	-2,1%	163,9	24,0%		
P/E		18,1		18,5		14,9		Zmiana ceny: 1m	1,0%
P/CE	15,0	10,0		9,6		8,3		Zmiana ceny: 6m	17,2%
P/BV	1,5	1,8		1,7		1,5		Zmiana ceny: 12m	-0,1%
EV/EBITDA	9,6	11,8		9,7		8,4		Max (52 tyg.)	12,3
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		2,2		Min (52 tyg.)	8,9



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

Rynek płytek ceramicznych w 2011 roku

Przedstawiciele giełdowego konkurenta Cersanitu (Nowa Gala) sceptycznie podchodzą do możliwości dużych podwyżek cen płytek w kolejnym roku. Szacują natomiast, że możliwa jest podwyżka kosztów wytworzenia (gliny, materiały sypkie), co może mieć zły wpływ na marżę (gliny, materiały sypkie). Również inni producenci sygnalizują możliwy wzrost kosztów wytworzenia, w tym płac, materiałów wykorzystywanych do produkcji oraz gazu ziemnego. Przy niskim poziomie wykorzystania mocy produkcyjnych na terenie kraju (70-80%) może to powodować, że producentom płytek w 2011 roku trudno będzie przeprowadzić istotne podwyżki cen. To z kolei może mieć negatywny wpływ na realizowane marże. Spadek rentowności może być problemem przede wszystkim dla producentów posiadających w swojej ofercie istotną część produktów nisko marżowych, a ta ma miejsce w Cersanicie.

Wycena Spółki

Obecna wycena Spółki dyskontuje dużą poprawę wyników na rynku płytek ceramicznych oraz ceramiki sanitarnej. Ilość zaczynanych projektów deweloperskich na terenie kraju, może sprawić, że w 2012 roku nastąpi trwałe ożywienie na rynku deweloperskim, a ilość oddawanych do użytku mieszkań wzrośnie. Na tym z kolei powinni zyskiwać producenci płytek ceramicznych i ceramiki sanitarnej. Niestety powrót do koniunktury jaka panowała jeszcze w latach 2006-2007 wydaje się być jak na razie odległy. Branża producentów płytek jest późno cykliczna a obecnie znajdujemy się na początku cyklu wzrostowego. Trudno dlatego uzasadnić obecną wycenę Spółki, która w zestawieniu z wynikami jest wysoka (konsensus na 2011 P/E 15,5 EV/EBITDA 9,26).

Możliwe decyzje o ekspansji

W bieżącym roku prawdopodobnie Spółka zdecyduje się na zwiększenie mocy produkcyjnych na terenie Rosji. Przede wszystkim ma to związek z dużym obłożeniem mocy tamtejszych fabryk (około 90-95%), co wynika ze znacznie mniejszych niewykorzystywanych mocy na terenie Rosji w porównaniu do Polski. Wcześniej przy budowie i dalszej rozbudowie fabryk na terenie Ukrainy koszt inwestycji wynosił około 27-29 mln PLN za 1 mln m² płytek rocznych mocy produkcyjnych. Prawdopodobnie również w kolejnym roku Spółka podejmie decyzję o usprawnieniu dystrybucji na terenie Rosji, co związane jest z rozbudową magazynów w różnych częściach Federacji.

Zmiana prognoz na 2010 i 2011 rok

Podwyższamy naszą prognozę przychodów o 4,4% na 2010 rok i o 4,6% na 2011 rok w związku z istotnym zwiększeniem sprzedaży ceramiki sanitarnej w 3Q10 (o 46,8% r/r). Oraz obniżamy prognozę zysku netto na 2010 rok o 25,9% w związku z niższym niż szacowaliśmy efektem związanym z przeszacowaniem portfela kredytów na koniec 2010 roku (kurs EUR/PLN był o 3,4% niższy niż zakładaliśmy, USD/PLN o 4,4% niższy, a EUR/UAH o 4,9% wyższy).



Famur (Sprzedaj)

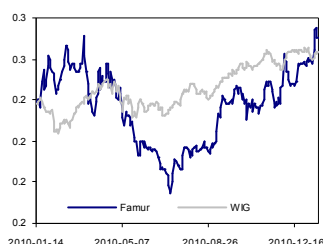
Cena bieżąca: 2,85 PLN

Cena docelowa: 2,3 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	695,1	741,7	6,7%	752,2	1,4%	791,4	5,2%	Liczba akcji (mln)	481,5
EBITDA	133,6	138,8	3,9%	153,3	10,4%	174,9	14,0%	MC (cena bieżąca)	1 372,3
marża EBITDA	19,2%	18,7%		20,4%		22,1%		EV (cena bieżąca)	1 341,9
EBIT	100,8	93,8	-6,9%	97,2	3,6%	118,6	22,1%	Free float	11,8%
Zysk netto	58,0	83,0	43,1%	75,1	-9,6%	93,4	24,3%		
P/E	23,6	16,5		18,3		14,7		Zmiana ceny: 1m	14,0%
P/CE	15,1	10,7		10,5		9,2		Zmiana ceny: 6m	50,0%
P/BV	2,0	1,7		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m	21,3%
EV/EBITDA	10,9	9,8		8,8		7,4		Max (52 tyg.)	2,9
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		3,6		Min (52 tyg.)	1,7



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

Rynek maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego

W 2011 roku z dołka na rynku krajowym trwale wychodzić powinien segment maszyn i dla górnictwa, co związane jest ze stopniową poprawą sytuacji w kopalniach. Na koniec listopada stan zapasów spadł do poziomu 3,6 mln ton wobec maksymalnego poziomu zanotowanego w maju na poziomie 6,2 mln ton. Również w tym samym czasie istotnie zwiększyła się sprzedaż węgla energetycznego (z 4,0 mln ton miesięcznie do 5,6 mln ton miesięcznie). Spadek zapasów przy rosnącej sprzedaży pozwolić powinien na poprawę sytuacji płynnościowej kopalni węgla energetycznego, co przy utrzymaniu obecnego poziomu zapotrzebowania na surowiec, najprawdopodobniej zaskutkuje nowymi inwestycjami. Te ze strony kopalni węgla kamiennego powinny pojawić się w drugiej połowie 2011 roku, z kolei ze strony kopalni węgla koksującego będą zgłaszane na bieżąco, jako że sytuacja finansowa tych ostatnich jest bardzo dobra.

Na rynku zagranicznym koniunktura nadal utrzymuje się na wysokim poziomie. Joy Global po 4Q10 poinformował, że wartość backlogu w zakresie górnictwa podziemnego była o 2,5% q/q niższa, a w segmencie maszyn i urządzeń dla górnictwa odkrywkowego o 3,7% q/q wyższa. W 2011 roku powoli zwiększenie poziomu inwestycji może być odczuwalne w krajach byłych republik radzieckich, gdzie inwestycje przez ostatnie dwa lata były wstrzymywane. Niestety na rynki te, które historycznie generowały wiele zleceń polskim producentom, obecnie są intensywnie penetrowane przez producentów chińskich, którzy mają dostęp do taniego kredytu ze strony własnego rządu. Nie bez znaczenia jest również lokalny protekcjonizm, który pojawił się po ostatnim kryzysie.

Rynek lokalny bardzo konkurencyjny

Obecnie rynek lokalny maszyn i urządzeń dla górnictwa jest bardzo konkurencyjny, co związane jest w szczególności z obudowami górniczymi. Sam Tagor (Kopex) ma moce produkcyjne zdolne wytworzyć obudowy za 300-400 mln PLN, Fazos (200-300 mln PLN), a Glinik (600-700 mln PLN). Przy braku zamówień zagranicznych rynek lokalny okazuje się być zbyt płytki by pozwolić wszystkim producentom na przetrwanie. Wówczas podmioty są w stanie drastycznie schodzić z ceną, co ma swoje odzwierciedlenie w rentowności. Niewykluczone, że bieżący rok, podobnie jak 2010 będzie kolejnym, w którym spółki w poszczególnych kwartałach będą wykazywały dużą determinację w zdobywaniu zleceń, co również prowadzić będzie do zmienności osiągniętej rentowności. Jak na razie ani Famur, ani Kopex w zakresie obudów zmechanizowanych nie raportowały żadnych istotnych zdobytych kontraktów, jakie wykonywane by były w 1Q11.



Impexmetal (Kupuj)

Cena bieżąca: 4,45 PLN

Cena docelowa: 5,1 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-18

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 785,0	2 470,5	38,4%	2 664,2	7,8%	2 548,9	-4,3%	Liczba akcji (mln)	200,0
EBITDA	135,2	169,6	25,4%	176,2	3,9%	179,1	1,6%	MC (cena bieżąca)	890,0
marża EBITDA	7,6%	6,9%		6,6%		7,0%		EV (cena bieżąca)	1 232,8
EBIT	73,3	110,7	51,1%	119,8	8,2%	126,0	5,2%	Free float	32,4%
Zysk netto	25,6	70,9	176,6%	81,2	14,5%	90,4	11,4%		
P/E	37,1	12,6		11,0		9,8		Zmiana ceny: 1m	-4,5%
P/CE	10,8	6,9		6,5		6,2		Zmiana ceny: 6m	8,3%
P/BV	1,1	1,0		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	63,6%
EV/EBITDA	10,7	7,8		7,0		6,0		Max (52 tyg.)	4,7
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,2



Spółka w 2011 roku ma szansę skorzystać na relacji aluminium do miedzi, która historycznie od 2000 roku kształtowała się na poziomie 2,1, podczas gdy obecnie sięga 3,9. Wkrótce przetwórcy aluminium mogą odczuć zwiększenie zainteresowania substytutami wykonanymi z aluminium, na czym skorzystać może Huta Aluminium Konin, która odpowiada za 55% wartości EBITDA w Grupie. Spółka posiada dużą ekspozycję na sektor przemysłu (około 50% przychodów), oraz duży udział sprzedaży eksportowej (około 50%) w tym około 75% do Niemiec. Tegoroczna kontynuacja dobrej koniunktury w przemyśle polskim i europejskim (jednocyfrowa dodatnia dynamika) powinna pozytywnie oddziaływać na wolumeny w kolejnym roku. Inaczej niż w przypadku Grupy Kęty, Impexmetal w znacznie mniejszym stopniu jest ekspozycyjny na budownictwo wielkokubaturowe oraz budownictwo późno etapowe. Dodatkową wartość mogą nieść nieruchomości inwestycyjne, których plany sprzedaży w obliczu perspektyw zaangażowania się Grupy Boryszew w przedsiębiorstwa branży automotive mogą zostać przyspieszone w bieżącym roku (teren przy ul. Łuckiej). Podtrzymujemy kupuj dla akcji Impexmetal.

Aluminium kluczem do sukcesu

Zastosowanie blach aluminiowych produkowanych przez HAK jest bardzo szerokie i obejmuje budownictwo (średnio i późno etapowe), komunikację i infrastrukturę, elektrotechnikę, budowę maszyn, opakowania i wyposażenie gospodarstwa domowego. Ożywienie gospodarcze, a w szczególności w produkcji przemysłowej ma pozytywny wpływ na osiągnięte przez przetwórców aluminium wolumeny sprzedaży, szczególnie gdyż znajdują się na jednym z początkowych etapów produkcji. Wysokie bariery wejścia do branży (wysokie wielomilionowe inwestycje) sprawiają, że w momencie istotnego zwiększenia wolumenów istotnie wzrastają marże przerobowe, które mają pozytywny wpływ na realizowane wyniki. Jak na razie przedstawiciele branży sygnalizują, że w pierwszej połowie 2011 roku nie ma presji na zwiększenie premii producentów wlewków i gasek, choć nie wykluczone, że mogłoby mieć to miejsce w drugiej połowie roku. Dlatego w pierwszej połowie roku marże na przerobie aluminium powinny się kształtować stabilnie, co przy potencjalnie wzrastającym wolumenie będzie miało pozytywny wpływ na wyniki.

Ołów zależny od zimy

Istotny wpływ na kształtowanie się wyników Impexmetal ma również sytuacja w Barepolu, odpowiedzialnym za 25% EBITDA Grupy. Około 60% światowego zapotrzebowania na ołów generowana jest przez producentów akumulatorów i baterii. Istotny spadek temperatury w naszym regionie świata w okresie zimy mógłby mieć istotny wpływ na zwiększenie wymiany akumulatorów, podobnie jak miało, to miejsce w roku 2010. Obecnie byłoby, to tym bardziej prawdopodobne, gdyż akumulatory nie tolerują dużych zmian temperatur, a te w lipcu były na wysokich poziomach. Odrębnie od tego z jaką częstotliwością będzie się odbywać wymiana używanych akumulatorów pozytywny wpływ na sprzedaż powinno mieć zwiększenie ilości produkowanych nowych samochodów w Europie.

Łożyska dla Volkswagena?

Nabycie przez Boryszew – właściciela Impexmetal zakładów dawnej grupy Maflow może mieć pozytywny wpływ na pozyskanie nowych klientów z branży automotive przez FŁT Polska, zajmującego się sprzedażą łożysk. Największy odbiorca dawnych zakładów Maflow – Grupa Volkswagen obecnie nie zakupuje od FŁT Polska, a pozyskanie takiego klienta miałoby istotny wpływ na wzrost sprzedaży spółki zależnej.



Kernel (Trzymaj)

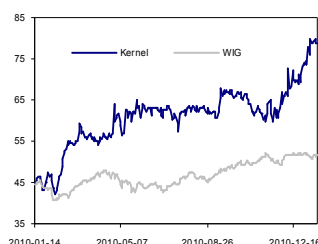
Cena bieżąca: 78,8 PLN

Cena docelowa: 79,1 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn USD)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 020,5	1 517,6	48,7%	1 948,8	28,4%	2 049,9	5,2%	Liczba akcji (mln)	73,2
EBITDA	190,7	260,1	36,4%	283,4	8,9%	314,9	11,1%	MC (cena bieżąca)	5 767,5
marża EBITDA	18,7%	17,1%		14,5%		15,4%		EV (cena bieżąca)	5 726,4
EBIT	168,2	229,1	36,2%	252,8	10,3%	280,4	10,9%	Free float	58,8%
Zysk netto	153,0	172,9	13,0%	211,7	22,5%	239,1	12,9%		
P/E	11,8	11,1		9,0		8,0		Zmiana ceny: 1m	12,6%
P/CE	10,2	9,4		7,9		7,0		Zmiana ceny: 6m	27,3%
P/BV	3,0	2,7		2,1		1,6		Zmiana ceny: 12m	69,5%
EV/EBITDA	9,9	7,5		6,7		5,8		Max (52 tyg.)	80,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	42,3



W pierwszej połowie roku Spółka nadal wykorzystywać będzie dobre otoczenie dla producentów olejów roślinnych na świecie. Nie bez znaczenia będzie wysoka różnica między cenami zbóż na rynku krajowym i za granicą (w 4Q10 dla pszenicy 15%, jęczmienia 5%, kukurydzy 32%), co przy skuteczności zdobywania kolejnych kwot eksportowych (w 4Q10 Spółka zdobyła 20,8% rozdysponowanych kwot, podczas gdy jej udział w rynku eksportowym w sezonie 2009/2010 wyniósł 10,6%) wpływa na wysokie wyniki operacyjne osiągane w segmencie handlu zbożem. W drugiej połowie 2011 roku, bez ekstremalnych warunków pogodowych prawdopodobnie marże na przerobie słonecznika ustabilizują się na niższym niż obecnie poziomie. Tym niemniej jednak Spółka powinna zwiększyć ilość przerabianego słonecznika, co wynikać będzie między innymi ze zwiększenia obłożenia mocy w nowym zakładzie w Bandurce (o mocach 0,51 MT słonecznika rocznie w bieżącym roku przerobi jedynie 0,27 MT). Dodatkowo bez ekstremalnych warunków pogodowych na terenie Ukrainy, możliwe jest zwiększenie produkcji zboża, co powinno pozwolić Spółce na zwiększenie obrotu z tytułu usług przechowywania, transportu, czy handlu zboża. W związku z wyczerpaniem się potencjału wzrostowego do naszej ceny docelowej obniżamy rekomendację z kupuj do trzymaj.

Zwiększenie przerobu w sezonie 2011/2012

Wysoka rentowność uprawy słonecznika na terenie Ukrainy powinna mieć pozytywny wpływ na wielkość areалу przeznaczanego pod zasiew w bieżącym roku. Prawdopodobnie, podobnie jak w roku 2009, tak i w 2010 roku była, to najbardziej rentowna uprawa na terenie Ukrainy. Ceny słonecznika na rynku lokalnym w I-XI wzrosły o 58,7% r/r (druga po ziemniakach najbardziej zyskująca na wartości uprawa), a w sezonie 2009/2010 była to najbardziej rentowna uprawa (41,7%). W długim terminie zwiększenie produkcji słonecznika będzie bardziej determinowane przez wzrost produktywności uprawy, niż przez wzrost areálu. Ten ostatni jest już obecnie na bardzo wysokim poziomie, niemalże bez możliwości dalszej ekspansji. W styczniu bieżącego roku Rząd ma plany wprowadzenia rozporządzenia mającego na celu ograniczenie możliwości zasiewania wielokrotnie tych samych upraw na określonej ziemi, co w dłuższym terminie powinno wpłynąć na zwiększenie ilości uzyskiwanego słonecznika z hektara i tym samym zwiększenie produkcji. Obecne na terenie Ukrainy rozlokowane są moce pozwalające na przetworzenie 9,2 MT słonecznika, przy tegorocznych zbiorach na poziomie 7,2 MT. W długim terminie szacuje się, że zwiększenie efektywności uprawy może doprowadzić do zwiększenia produkcji nawet do 10 MT.

Zwiększenie ilości produkowanego zboża

W regionie Morza Czarnego poza rokiem 2010 od początku wieku nie zanotowano większych anomalii pogodowych, co dawało stabilne zbiory zbóż. W kolejnym sezonie przy stabilnych warunkach atmosferycznych możliwe jest wytworzenie około 45-50 MT zbóż i wyeksportowanie około 20 MT. Jak na razie nie odnotowuje się żadnych większych strat w uprawach ozimych.



Kęty (Trzymaj)

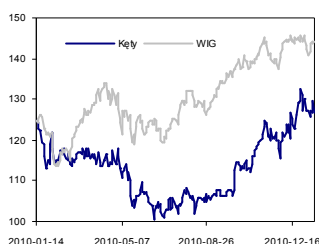
Cena bieżąca: 126,5 PLN

Cena docelowa: 125,5 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 111,0	1 170,7	5,4%	1 269,8	8,5%	1 311,8	3,3%	Liczba akcji (mln)	9,2
EBITDA	189,0	181,0	-4,2%	199,6	10,3%	207,3	3,8%	MC (cena bieżąca)	1 167,0
marża EBITDA	17,0%	15,5%		15,7%		15,8%		EV (cena bieżąca)	1 247,1
EBIT	124,9	112,0	-10,3%	126,8	13,3%	131,7	3,8%	Free float	64,4%
Zysk netto	70,6	90,2	27,7%	96,8	7,4%	101,5	4,8%		
P/E	16,5	12,9		12,1		11,5		Zmiana ceny: 1m	-0,2%
P/CE	8,7	7,3		6,9		6,6		Zmiana ceny: 6m	21,1%
P/BV	1,4	1,3		1,3		1,3		Zmiana ceny: 12m	3,4%
EV/EBITDA	6,7	6,9		6,2		6,0		Max (52 tyg.)	132,4
Dyid (%)	0,0	3,2		3,1		5,0		Min (52 tyg.)	100,7



W przyszłym roku nadal Spółce trudno będzie zwiększać poziom sprzedaży w segmencie systemów aluminiowych, co związane jest z ograniczoną ilością projektów wysokokubaturowych, których etap wykończenia przypadałby na 2011 rok. Podobnie jak w roku bieżącym najszybciej rozwijać się będzie segment wyrobów wyciskach (około 10%), głównie za sprawą stosunkowo wysokiej ekspozycji na odbiorców przemysłowych, do których kierowane jest 30-45% przychodów segmentu. Spodziewamy się, że pozytywną, w granicach 10% dynamikę pokażą również segment opakowań giętkich, co związane jest z pozyskaniem nowych klientów w roku 2010 (Nestle, Unilever, McDonald's). Spodziewamy się, że przeprowadzone podwyżki cen w SSA i SWW, jakie miały miejsce w 3Q10, pozwolą Spółce na poprawę wyników w roku kolejnym. Nie bez znaczenia będzie również spadek kosztów obsługi długu w związku z renegocjacją umów kredytowych. Przy naszej prognozie zysku netto na 2011 rok (96,8 mln PLN) Spółka obecnie jest notowana na poziomie 12,1 P/E. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Rok 11' nie przyniesie dużych zmian

W wywiadzie przeprowadzonym z przedstawicielem Grupy Kęty, zdaniem rozmówcy rok 2011 nie przyniesie istotnych zmian na rynku. Spółka zakłada stabilizację sprzedaży w kraju i wzrost eksportu. Zamierza się zwiększyć obroty na rynku niemieckim, skandynawskim, w krajach Beneluksu i Europie Centralnej. W 1Q11 spodziewane jest, że poziom zamówień będzie na zbliżonym do zeszłorocznego. W 2011 roku istotna poprawa powinna być widoczna w segmencie usług budowlanych, za sprawą udziału w dwóch dużych projektach (m. in. Sky Tower).

Rentowność stabilna w 1H11

W pierwszej połowie roku nie są zapowiadane istotne podwyżki premii producenckiej wlewków i gąsek. To z kolei powinno gwarantować utrzymanie się marży przerobowej na wysokim poziomie. Pamiętać należy, że duża część z wykonywanych w ubiegłym roku inwestycji (za około 100 mln PLN) zostanie uruchomiona w bieżącym roku, co przyczyni się do wzrostu amortyzacji. Prognozowane przez nas zwiększanie wolumenów powinno jednak pokryć wykorzystanie nowych maszyn, co odsunie ryzyko spadku rentowności.

Prognoza Zarządu na 2011 rok

Spodziewamy się, że prognoza Zarządu na 2011 rok, która prawdopodobnie zostanie przedstawiona po wynikach za 4Q10 nie będzie istotnie wyższa od wyniku jaki Spółka osiągnęła w 2010 roku. Oczekujemy konserwatywnego podejścia do możliwych do wypracowania rezultatów w 2011 roku (prognozy Zarządu).

Wykorzystanie mocy nadal wysokie

W kolejnym sezonie spodziewamy się, że wykorzystanie mocy produkcyjnych w SWW nadal pozostanie na wysokim poziomie, co oznacza 80-85% w sezonie niskim (pierwsza połowa roku) i około 85%-90% w sezonie wysokim (druga połowa roku).

Zmiana prognoz

Decydujemy się na podwyższenie prognozy dynamiki wolumenu przerobionego aluminium w roku 2011 z 0% do 2% r/r. Spodziewamy się 7% r/r dynamiki w SOG, 9,5% w SWW, 6,7% w SSA, 5,7% w SAB, 12,2% w SUB. Naszą prognozę zysku netto na bieżący rok podnosimy z 95,3 mln PLN do 96,8 mln PLN.



Kopex (Redukuj)

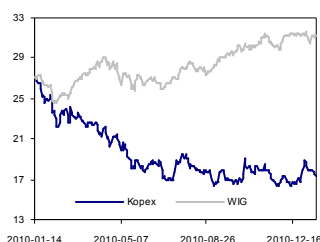
Cena bieżąca: 17,4 PLN

Cena docelowa: 15,9 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 313,4	2 141,9	-7,4%	2 224,3	3,8%	1 889,0	-15,1%	Liczba akcji (mln)	74,3
EBITDA	217,1	165,9	-23,6%	224,9	35,6%	246,5	9,6%	MC (cena bieżąca)	1 293,4
marża EBITDA	9,4%	7,7%		10,1%		13,0%		EV (cena bieżąca)	1 728,5
EBIT	145,3	81,4	-44,0%	136,0	67,0%	152,8	12,4%	Free float	28,5%
Zysk netto	87,2	26,8	-69,3%	82,4	207,5%	94,3	14,5%		
P/E	14,8	48,3		15,7		13,7		Zmiana ceny: 1m	3,5%
P/CE	8,1	11,6		7,5		6,9		Zmiana ceny: 6m	-6,5%
P/BV	0,6	0,5		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-34,6%
EV/EBITDA	7,9	10,7		7,7		7,0		Max (52 tyg.)	26,6
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		3,6		Min (52 tyg.)	16,3



Pewnym zagrożeniem dla kształtowania się kursu Spółki w krótkoterminowej perspektywie są rezultaty 4Q10, w związku z perspektywą rozwiązanych kontraktów forward pod niedoszyły kontrakt argentyński (co generuje około 10 mln PLN straty). Nie spodziewamy się znacznego polepszenia się wyników operacyjnych względem 3Q10, w związku z czym wynik czwartego kwartału oscylować powinien wokół zera. Istnieje jednak niebezpieczeństwo, że Spółka będzie chciała zaksięgować wszystkie obciążające zdarzenia jeszcze w 2010 roku. Brak informacji dotyczących zdobytych nowych kontraktach na dostawy sprzętu górniczego na 2011 rok (poza kontraktem dla JSW za 27,7 mln PLN netto), powoduje, że pierwsza połowa 1Q11 nadal powinna być stosunkowo słaba. Aby Spółka wypracowała zapowiadane przez Zarząd 100 mln PLN zysku netto w 2011 roku, średnio kwartalnie musi wypracowywać 25 mln PLN zysku netto, to z kolei zdarzyło się w historii tylko w 1Q09 (dzięki wykonywaniu kontraktu eksportowego za 131 mln AUD i wysokiemu 11,9 mln PLN wynikowi EBIT na handlu energią). Spadek różnic w cenach energii między Polską, a Czechami i Niemcami sprawia, że powtórzenie wysokich wyników w tym segmencie w bieżącym roku nie będzie możliwe. Dodatkowo Spółce od długiego czasu nie udało się pozyskać żadnej ważniejszej umowy eksportowej, mimo że koniunktura na rynkach zagranicznych na nowe inwestycje znajduje się obecnie na wysokim poziomie. Podtrzymujemy redukcję dla akcji Kopexu.

Rynek maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego

W 2011 roku z dołka na rynku krajowym trwale wychodzić powinien segment maszyn i dla górnictwa, co związane jest ze stopniową poprawą sytuacji w kopalniach. Na koniec listopada stan zapasów spadł do poziomu 3,6 mln ton wobec maksymalnego poziomu zanotowanego w maju na poziomie 6,2 mln ton. Również w tym samym czasie istotnie zwiększyła się sprzedaż węgla energetycznego (z 4,0 mln ton miesięcznie do 5,6 mln ton miesięcznie). Spadek zapasów przy rosnącej sprzedaży pozwolić powinien na poprawę sytuacji płynnościowej kopalni węgla energetycznego, co przy utrzymaniu obecnego poziomu zapotrzebowania na surowiec, najprawdopodobniej zaskutkuje nowymi inwestycjami. Te ze strony kopalni węgla kamiennego powinny pojawić się w drugiej połowie 2011 roku, z kolei ze strony kopalni węgla koksującego będą zgłaszane na bieżąco, jako że sytuacja finansowa tych ostatnich jest bardzo dobra.

Na rynku zagranicznym koniunktura nadal utrzymuje się na wysokim poziomie. Joy Global po 4Q10 poinformował, że wartość backlogu w zakresie górnictwa podziemnego była o 2,5% q/q niższa, a w segmencie maszyn i urządzeń dla górnictwa odkrywkowego o 3,7% q/q wyższa. W 2011 roku powoli zwiększenie poziomu inwestycji może być odczuwalne w krajach byłych republik radzieckich, gdzie inwestycje przez ostatnie dwa lata były wstrzymywane. Niestety na rynki te, które historycznie generowały wiele zleceń polskim producentom, obecnie są intensywnie penetrowane przez producentów chińskich, którzy mają dostęp do taniego kredytu ze strony własnego rządu. Nie bez znaczenia jest również lokalny protekcyjizm, który pojawił się po ostatnim kryzysie.

Rynek lokalny bardzo konkurencyjny

Obecnie rynek lokalny maszyn i urządzeń dla górnictwa jest bardzo konkurencyjny, co związane jest w szczególności z obudowami górniczymi. Sam Tagor (Kopex) na moce produkcyjne zdolne wytworzyć obudowy za 300-400 mln PLN, Fazos (200-300 mln PLN), a Glinik (600-700 mln PLN). Przy braku zamówień zagranicznych rynek lokalny okazuje się być zbyt płytki by pozwolić wszystkim producentom na przetrwanie. Wówczas podmioty są w stanie drastycznie schodzić z ceną, co ma swoje odzwierciedlenie w rentowności. Niewykluczone, że bieżący rok, podobnie jak 2010 będzie kolejnym w którym spółki w poszczególnych kwartałach będą wykazywały dużą determinację w zdobywaniu zleceń, co również prowadzić będzie do zmienności osiąganej rentowności. Jak na razie ani Famur, ani Kopeks w zakresie obudów zmechanizowanych nie raportowały żadnych istotnych zdobytych kontraktów, jakie wykonywane by były w 1Q11.



Mondi (Trzymaj)

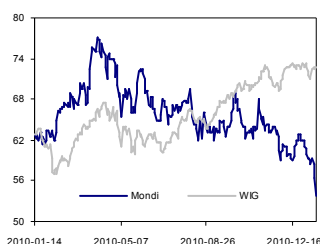
Cena bieżąca: 77,8 PLN

Cena docelowa: 80 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 360,8	2 209,0	62,3%	2 509,3	13,6%	2 516,0	0,3%	Liczba akcji (mIn)	50,0
EBITDA	217,9	438,3	101,2%	553,7	26,3%	566,6	2,3%	MC (cena bieżąca)	3 890,0
marża EBITDA	16,0%	19,8%		22,1%		22,5%		EV (cena bieżąca)	4 298,1
EBIT	99,6	277,1	178,1%	404,0	45,8%	418,4	3,6%	Free float	
Zysk netto	71,4	214,4	200,2%	338,1	57,7%	355,5	5,2%		
P/E	54,5	18,1		11,5		10,9		Zmiana ceny: 1m	-9,0%
P/CE	20,5	10,4		8,0		7,7		Zmiana ceny: 6m	-19,7%
P/BV	3,3	2,8		2,6		2,5		Zmiana ceny: 12m	-13,4%
EV/EBITDA	21,0	10,0		7,8		7,5		Max (52 tyg.)	77,0
Dyid (%)	0,0	0,0		5,5		8,7		Min (52 tyg.)	53,7



Rok 2011 będzie istotnie lepszy dla Świecia niż poprzedni. Wyższe ceny papieru, przy rosnącym wolumenie produkcji i sprzedaży powinny zwiększyć EBITDA w ujęciu r/r o 19%. Dodatkowo oczekujemy o blisko 40 mln PLN niższych kosztów finansowych (wysokie straty na różnicach kursowych w 1Q2010), co pozwoli uzyskać spółce 58% dynamikę wzrostu zysku netto. Pozytywnym zaskoczeniem powinna być również dywidenda, którą spółka może wypłacić już z zysku za 2010 rok. W związku z przesunięciem wyceny w czasie i wzrostem wyceny porównawczej podwyższamy 9-cio miesięczną cenę docelową do 80 PLN za akcję. Spółka notowana jest obecnie z 25% premią do porównywalnych spółek w Europie. Podtrzymujemy neutralną rekomendację.

Coraz bliżej dywidend

Silną stroną wyników spółki są przepływy pieniężne z działalności operacyjnej, które za trzy kwartały 2010 roku wyniosły 283 mln PLN. Przy spadku wydatków inwestycyjnych do 88 mln PLN (związanego z zakończeniem dużego programu inwestycyjnego), pozwoliło to spółce na obniżenie długu netto do 525 mln PLN. Na koniec bieżącego roku oczekujemy, że poziom ten zmniejszy się jeszcze do 500 mln PLN, co implikuje wskaźnik (dług netto / EBITDA2010) na poziomie zaledwie 1,2. W połowie przyszłego roku wskaźnik powinien obniżyć się do 0,75, co naszym zdaniem pozwoli głównemu akcjonariuszowi na podjęcie decyzji o wypłacie dywidendy obejmującej cały zysk netto za 2010. Taka dywidenda implikuje DY na poziomie 5,4%. Konsensus rynkowy zakłada, że spółka zacznie wypłacać dywidendy w roku przyszłym.

Rynek papieru

Od połowy listopada 2010 ceny papieru na rynku europejskim nadal rosną, ale już w mniejszym tempie niż dotychczas. Cena kraflineera wzrosła do 605 EUR/t (+46% r/r), testlineera do 444 EUR/t (+31%) a flutingu do 414 EUR/t (+36%). Po uwzględnieniu kursu walutowego zmiany w ujęciu rocznym wynoszą odpowiednio 54%, 35% i 41%. W analogicznym czasie cena wsadu, tj. makulatury wzrosła 67% (w EUR), a denominowana w PLN 72%. Rosną również ceny drewna z Lasów Państwowych (średnio o 34% r/r). W 2011 oczekujemy, że trend wzrostowy cen zakończy się i ceny ustabilizują się na poziomach nieco niższych niż obecne. Nie zmienia to faktu, że średnie tegoroczne ceny będą nadal wyższe niż ubiegłoroczne. Denominowane w PLN wzrosną w stosunku do 2010 o: 15% dla kraflineera, 9% testlineera i 11% flutingu. Ceny makulatury będą wyższe średnio o 12%.

Budownictwo

- **WIG Budownictwo w 2010 roku zyskał 7,5%, co jest wynikiem gorszym, niż zanotował w 2010 roku szeroki indeks WIG (+18,8%). Nie przewidujemy, aby rok 2011 przyniósł poprawę. Szacujemy, że w 2011 roku indeks WIG Budownictwo ponownie będzie słabszy.**
- **Wyniki finansowe dużych spółek w 2011 roku mogą być gorsze, niż w roku 2010, z uwagi na to, że w 2011 o rezultatach firm będą decydowały wyłącznie nowe zlecenia (w H1 2010 w wynikach pojawiały się jeszcze stare, wysoce rentowne kontrakty).**
- **W 2011 roku produkcja budowlano-montażowa wzrośnie o 18%, jednak większość z tego wzrostu już zostało skonsumowane w postaci podpisanych kontraktów. Wyniki z tych zleceń pojawią się w roku 2011. Problemem może być napływ kontraktów, wpływających na dynamiki wyników roku 2012.**
- **Realnym scenariuszem jest spadek wydatków w drogownictwie z 32 mld PLN w 2011 roku do 24 mld PLN w roku 2012 i 15 mld PLN w roku 2013. Spadek wydatków w drogownictwie w latach 2012-2013 spowoduje, że łączna produkcja budowlano-montażowa nie wzrośnie w latach 2012 i 2013 r/r. Brak scenariusza wzrostowego dla lat kolejnych będzie dyskutowany w wycenach spółek już w roku 2011.**
- **Budownictwo kubaturowe nie wzrośnie w 2011 roku, z uwagi na spadek wydatków samorządów, jednak wzrosty wystąpią w 2012 i 2013 roku. Bardzo dobre perspektywy ma też segment energetyczny. Mimo to, nie można wykluczyć opóźnień w rozstrzygnięciach przetargów na budowę nowych bloków.**
- **Na tle branży, którą zalecamy niedowagać, rekomendujemy przeważanie małych i średnich podmiotów, z ekspozycją na segment energetyczny oraz kubaturowy.**

Kluczowe rekomendacje: Budimex (redukuj), Mostostal Warszawa (akumuluj), Polimex Mostostal (akumuluj), PBG (redukuj), Rafako (akumuluj), ZUE (kupuj)

Pozostałe spółki godne uwagi: Energomontaż Południe, Instal Kraków, Mostostal Zabrze, Prochem, Projprzem

Budownictwo do tej pory było zawsze zaliczane do branż wzrostowych, pro-cyklicznych. Nie koniecznie jednak jest to prawdą. Budownictwo charakteryzuje się dużą ekspozycją na wydatki rządowe i samorządowe. Szacujemy, że w 2010 roku finansowanie publiczne będzie odpowiedzialne za około 43% produkcji budowlano-montażowej. Kolejne 20% to ekspozycja na sektor energetyki i chemii, w większości kontrolowany przez Skarb Państwa. Wydatki rządowe i samorządowe nie są cykliczne. W 2011 oczekujemy wzrostu inwestycji prywatnych o 10%, niemniej, rząd i samorządy będą ograniczać finansowanie nowych inwestycji, co objawiać się będzie spadkiem ilości ogłaszanych przetargów publicznych. Przychody z budowy nowych bloków energetycznych pojawią się w wynikach dopiero od 2013 roku.

Prognozy produkcji budowlano-montażowej na lata 2010-2013

	Udział w produkcji budowlanej (2010P)	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Budownictwo ogółem	100,0%	9,2%	3,9%	18,0%	-0,7%	-0,2%
Budownictwo kubaturowe	46,9%	-3,8%	4,0%	-0,2%	7,2%	6,4%
- budownictwo mieszkaniowe	15,3%	-11,2%	0,0%	7,0%	10,0%	7,0%
- budownictwo komercyjne	10,6%	-4,4%	-8,9%	13,7%	9,9%	6,9%
- budownictwo przemysłowe	6,9%	-23,2%	-10,0%	10,0%	10,0%	7,0%
- budownictwo publiczne	12,1%	46,5%	42,7%	-27,9%	-4,5%	3,7%
- budownictwo pozostałe	2,0%	19,2%	-0,6%	2,6%	8,7%	6,3%
Budownictwo infrastrukturalne i pozostałe	53,1%	23,8%	3,8%	34,0%	-5,9%	-5,1%
- budownictwo drogowe i inżynierskie	27,6%	32,7%	3,2%	45,9%	-17,1%	-34,3%
- budownictwo kolejowe	1,9%	-18,3%	-10,0%	166,0%	6,0%	6,0%
- budownictwo energetyczne i chemiczne	20,3%	25,0%	5,8%	10,0%	10,0%	30,7%
- budownictwo pozostałe	3,3%	-3,3%	6,7%	3,7%	3,7%	3,7%

Źródło: DI BRE Banku S.A., w oparciu o publikacje GUS „Budownictwo - wyniki działalności w 2009 r.”



Budimex (Redukuj)

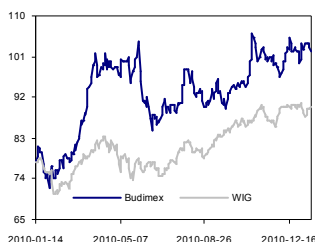
Cena bieżąca: 102 PLN

Cena docelowa: 91,5 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-17

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 289,9	4 338,2	31,9%	4 929,3	13,6%	4 494,9	-8,8%	Liczba akcji (mln)	25,5
EBITDA	221,7	316,9	42,9%	260,7	-17,7%	271,2	4,0%	MC (cena bieżąca)	2 604,1
marża EBITDA	6,7%	7,3%		5,3%		6,0%		EV (cena bieżąca)	2 275,5
EBIT	200,5	296,6	47,9%	240,0	-19,1%	250,0	4,2%	Free float	35,3%
Zysk netto	173,7	242,0	39,3%	204,3	-15,5%	200,2	-2,0%		
P/E	15,0	10,8		12,7		13,0		Zmiana ceny: 1m	-1,0%
P/CE	13,4	9,9		11,6		11,8		Zmiana ceny: 6m	12,4%
P/BV	4,4	4,0		3,8		3,3		Zmiana ceny: 12m	26,1%
EV/EBITDA	8,0	5,7		8,7		9,5		Max (52 tyg.)	106,1
Dyid (%)	5,7	6,7		6,5		3,9		Min (52 tyg.)	72,0



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

Dyskonto do spółek z branży na poziomie P/E jest uzasadnione

Często poruszany jest argument, że Budimex notowany jest z dyskontem do największych spółek budowlanych. Uważamy, że dyskonto jest uzasadnione. W 2012 roku za 22% wyniku brutto na sprzedaży będzie odpowiedzialny segment deweloperski. Mediana P/E 2012 dla deweloperów mieszkaniowych to około 8,0. Połowa wyniku netto Budimexu w 2011 roku warunkowana jest rozwiązywaniem utworzonych rezerw na kontrakty. Spółka posiada bardzo dużą ekspozycję na segment drogowy (65% przychodów w 2011 roku). Wydatki na budowę dróg będą się kurczyć w latach 2012-2013, a z nimi przychody spółki. Na obronę Budimexu działa jedynie dywidenda.

W 2011 roku jedynie przetargi drogowe za maksymalnie 10,6 mld PLN

Zgodnie z projektem Programu Budowy Dróg Krajowych na lata 2011 - 2015, w ramach zadań do rozpoczęcia do 2013 roku, pozostały do rozstrzygnięcia jedynie przetargi warte 10,6 mld PLN. Przetargi te będą rozstrzygane w 2011 i 2012 roku. Oznacza to, że materializuje się zapowiadane przez prezesa Budimexu ryzyko spadku wolumenu rozstrzyganych przetargów drogowych w 2011 roku o 50% r/r.

Wzrost przychodów na trudnym rynku

Podtrzymujemy opinię, że znaczne zwiększenie portfela zleceń Budimexu na trudnym, konkurencyjnym rynku, obarczone jest dużym czynnikiem ryzyka. W 2011 roku przychody Budimexu nie rosną tylko w segmencie drogowym, ale i w segmencie kubaturowym, gdzie dynamika produkcji budowlano-montażowej będzie zerowa. Pozwala to wysnuć przypuszczenie, że Budimex zmniejszył oczekiwania w stosunku do marż, z jakimi oferuje, bądź oczekuje mniejszych wzrostów kosztów budowy, niż konkurenci. Taka strategia może zaowocować negatywnymi zaskoczeniami na poziomie wyników finansowych w roku 2011 i 2012.



Elektrobudowa (Trzymaj)

Cena bieżąca: 168 PLN

Cena docelowa: 165,7 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-03

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	700,9	683,5	-2,5%	726,6	6,3%	799,8	10,1%	Liczba akcji (mln)	4,7
EBITDA	79,0	64,3	-18,6%	68,5	6,5%	76,2	11,3%	MC (cena bieżąca)	797,6
marża EBITDA	11,3%	9,4%		9,4%		9,5%		EV (cena bieżąca)	658,8
EBIT	69,0	52,8	-23,4%	55,3	4,7%	62,7	13,4%	Free float	45,1%
Zysk netto	54,5	49,1	-10,0%	54,6	11,2%	63,9	17,0%		
P/E	14,6	16,2		14,6		12,5		Zmiana ceny: 1m	-0,6%
P/CE	12,4	13,2		11,8		10,3		Zmiana ceny: 6m	-1,7%
P/BV	2,8	2,5		2,2		2,0		Zmiana ceny: 12m	5,0%
EV/EBITDA	8,8	10,7		9,6		8,2		Max (52 tyg.)	188,4
Dyid (%)	1,9	2,0		2,2		2,6		Min (52 tyg.)	155,0



Wycena Elektrobudowy nadal pozostaje wysoka. Nasza prognoza, zakładająca 49,1 mln PLN zysku w 2010 roku nadal pozostaje aktualna, niemniej, implikuje wysokie P/E 2010 = 16,2. Podtrzymujemy opinię, że rok 2011 i 2012 raczej nie zaoferuje dużej dynamiki przychodów. Dostrzegamy trzy główne grupy kontraktów, które mogłyby pozytywnie wpływać na wielkość portfela zleceń, a w pozytywnym scenariuszu - na przekroczenie prognoz przychodów. Są to: przetargi podwykonawcze na budowę nowych bloków, przetarg na prace podwykonawcze w ramach budowy 2-jej linii metra w Warszawie, kontrakty zagraniczne w segmencie produkcji i dystrybucji energii. Przetargi podwykonawcze na budowę nowych bloków w Polsce będą rozstrzygane najwcześniej pod koniec 2011 roku i to właśnie one, w pozytywnym scenariuszu, mogłyby być źródłem przekroczenia prognoz w latach przyszłych (2013+). Na razie, uważamy, że nasze prognozy, jak i wycena Elektrobudowy są adekwatne. Rekomendujemy trzymanie walorów Elektrobudowy.

Szanse w segmencie produkcji energii

Elektrobudowa nie podejmuje się ryzyka generalnego wykonawstwa bloków energetycznych. Firmę interesują zlecenia podwykonawcze, dotyczące jej zakresu kompetencji (prace energetyczne, instalacje, automatyka). W przypadku przetargów na generalne wykonawstwo rozstrzyganych w I połowie 2011 roku, zlecenia podwykonawcze mogłyby zostać podpisane naszym zdaniem z około półrocznym opóźnieniem (w II połowie roku 2011, wariant optymistyczny). W przypadku, gdyby Elektrobudowie udało się pozyskać znaczną liczbę tego typu zleceń, możliwe byłoby przekroczenie prognoz wyników w latach 2013+. Niemniej, jest to długi termin, a nasze prognozy i tak już zakładają ponadprzeciętne dynamiki przychodów w segmencie wytwarzania energii w latach kolejnych (2012: +8%, 2013-2015: +11% r/r).

Zlecenie podwykonawcze w związku z budową metra

Opóźnia się budowa 2-jej linii metra w Warszawie, co powoduje również opóźnienie udzielenia zlecenia podwykonawczego na realizację prac elektrycznych i instalacyjnych. Potencjalna wartość zlecenia mogłaby sięgać około 150 mln PLN, przy czym termin realizacji to aż 3 lata. Pozyskanie takiego zlecenia raczej nie wpłynęłoby istotnie na prognozy wyników spółki.

Zlecenia z rynków zagranicznych

Pozytywnie postrzegamy perspektywę pozyskania nowych zleceń zagranicznych, z uwagi na wysokie oferowane przez nie marże. Chodzi tak o zlecenia w zagranicznych blokach jądrowych, jak i o sprzedaż za granicę rozdzielnic i szynoprzewodów. Segmenty produkcji na rynkach zagranicznych rozwijać się będą organicznie. Działalność ta została przez nas uwzględniona w prognozach.

Rozwój w nowych segmentach i szansa na przejęcie

Elektrobudowa rozważa rozwój w nowym segmencie linii przesyłowych (ekspozycja na wydatki PSE, sięgające rocznie około 2 mld PLN). Na razie Elektrobudowa rozwija się w segmencie organicznie. Nie można jednak wykluczyć, że dojdzie do przejęcia podmiotu działającego w segmencie sieci linii przesyłowych lub pokrewnym. W takim przypadku, gotówka netto zostanie zamieniona na udziały w spółce, co zważywszy na konserwatywną politykę przejęć Elektrobudowy mogłoby pozytywnie wpływać na wyniki finansowe spółki i wycenę.



Erbud (Trzymaj)

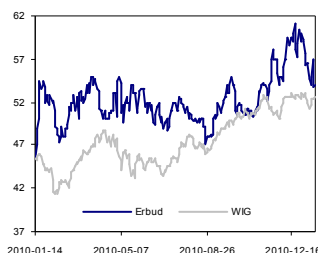
Cena bieżąca: 54 PLN

Cena docelowa: 54,1 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-05

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	954,6	1 142,8	19,7%	1 340,5	17,3%	1 431,0	6,8%	Liczba akcji (mIn)	12,6
EBITDA	68,3	53,9	-21,1%	66,2	22,9%	71,7	8,3%	MC (cena bieżąca)	678,8
marża EBITDA	7,2%	4,7%		4,9%		5,0%		EV (cena bieżąca)	588,9
EBIT	60,5	47,6	-21,2%	59,9	25,8%	65,4	9,1%	Free float	26,3%
Zysk netto	41,7	34,1	-18,2%	50,0	46,6%	56,1	12,2%		
P/E	16,3	19,9		13,6		12,1		Zmiana ceny: 1m	-9,1%
P/CE	13,7	16,8		12,1		10,9		Zmiana ceny: 6m	3,3%
P/BV	2,9	2,4		2,1		1,8		Zmiana ceny: 12m	8,0%
EV/EBITDA	8,0	11,7		8,9		7,6		Max (52 tyg.)	61,0
Dyid (%)	0,2	1,0		1,1		1,1		Min (52 tyg.)	47,0



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

Portfel zleceń Erbudu na rok 2011

Szacujemy, że portfel zamówień Erbudu na rok 2011 na wartość około 1 mld PLN. Z tego portfel zleceń w segmencie generalnego wykonawstwa w kraju ma wartość 0,7 mld PLN, portfel w ramach działalności eksportowej 25 mln PLN, portfel w segmencie budownictwa energetycznego 30 mln PLN, portfel w segmencie dróg 220 mln PLN, zaś portfel w segmencie deweloperskim 40 mln PLN. Liczymy, że portfel zleceń w ramach budownictwa kubaturowego wzrośnie na początku 2011 roku, a dynamika przychodów w segmencie w 2011 roku wyniesie 3% (oczekiwane przychody w 2010 roku: 866,3 mln PLN)

Prognoza wyników Erbudu w Q4 2010

Szacujemy, że w Q4 2010 Erbud zrealizuje 305 mln PLN przychodów, 8,0 mln PLN EBIT i 6,1 mln PLN zysku netto. Wynik jest znacznie niższy, niż rezultaty poprzednich kwartałów (z wyjątkiem Q1 2010, który pozostawał pod wpływem srogiej zimy). Częściowo za słaby wynik odpowiedzialna będzie duża rezerwa, której utworzenia spodziewamy się w związku z niekorzystnym wyrokiem sądu (budowa osiedla Angel City, 7 mln PLN).

Przyczyny słabych wyników w segmencie konstrukcji i eksportu

W dużej mierze za słaby wynik w 3Q 2010 i Q4 2010 odpowiada segment konstrukcji stalowych, eksportu i dróg. W ramach produkcji konstrukcji stalowych, zawiła duża podaż mocy wytwórczych na rynku. W efekcie, Zarząd podjął decyzję o wygaszeniu działalności, która zakończy się w Q2 2011. W segmencie eksportu zaciążył spółce protekcyjizm, jaki powstał na rynkach eksportowych. Firmy francuskie, czy belgijskie nie są skłonne zlecać prac zagranicznym firmom podwykonawczym. Realnym scenariuszem jest wygaszenie działalności podwykonawczej na eksporcie, w przypadku braku nowych zleceń.

Kontrakt w Budomierzu wart pięciu kontraktów pozyskanych obecnie

Erbud pozyskał w wyniku długotrwałej drogi odwoławczej kontrakt na budowę przejścia granicznego w Budomierzu. Kontrakt był kalkulowany w 2008 roku. Szacujemy, że marżę ofertową zlecenia (ok. 8%) powiększa spadek kosztów budowy (zakładamy 15%). W efekcie, całkowita marża zlecenia powinna wynieść aż 23% (19% marży EBIT). Realizacja kontraktu jest jednak już zdyskontowana w prognozach wyników spółki.



Mostostal Warszawa (Akumuluj)

Cena bieżąca: 53,7 PLN

Cena docelowa: 66,1 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-03

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 712,1	2 585,0	-4,7%	2 789,4	7,9%	2 946,6	5,6%	Liczba akcji (mIn)	20,0
EBITDA	209,1	134,7	-35,6%	132,5	-1,7%	150,2	13,4%	MC (cena bieżąca)	1 074,0
marża EBITDA	7,7%	5,2%		4,8%		5,1%		EV (cena bieżąca)	901,4
EBIT	181,2	97,7	-46,1%	94,6	-3,2%	111,3	17,7%	Free float	29,0%
Zysk netto	117,3	79,5	-32,2%	75,3	-5,2%	87,3	15,9%		
P/E	9,2	13,5		14,3		12,3		Zmiana ceny: 1m	-9,0%
P/CE	7,4	9,2		9,5		8,5		Zmiana ceny: 6m	-19,7%
P/BV	2,2	2,0		1,9		1,7		Zmiana ceny: 12m	-13,4%
EV/EBITDA	3,9	6,8		6,8		5,6		Max (52 tyg.)	77,0
Dyid (%)	0,6	2,6		3,7		3,5		Min (52 tyg.)	53,7



Wyniki netto w 2010 i 2011 roku będą relatywnie słabe. 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 styczniu będzie miało miejsce złożenie ofert na budowę bloku w Siekierkach, w Q1/Q2 2011 zaś na budowę bloku w Opolu. Pozyskanie jednego z kontraktów mogłoby pozwolić spółce na istotne zwiększenie portfela zleceń i przychodów od 2013 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 najniższą cenowo. Zaważyły wysokie parametry techniczne gwarantowane przez Babcock. Nie można wykluczyć skutecznego odwołania 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). Rekomendujemy akumulowanie walorów Mostostalu Warszawa.

Erozja wyników w 2010 i 2011 roku, poprawa od II połowy 2012

Wyniki Mostostalu Warszawa będą pod presją niższej rentowności nowych kontraktów w 2011 roku w II połowie roku 2012. Poprawy rezultatów spółki spodziewamy się od II połowy 2012. Oczekiwana poprawa wyników Mostostalu zbiegać się będzie z oczekiwanym wzrostem przychodów, związanych z realizacją kontraktów energetycznych.

Szanse w segmencie energetyki

W 2011 roku widzimy szansę na podpisanie kontraktu na 2 bloki w Opolu (ok. 10 mld PLN) oraz Stalowej Woli (1,3 mld PLN). Na 50% oceniamy szansę na podpisanie w 2011 roku kontraktu na budowę bloku w Siekierkach (2,9 mld PLN). W 2011 roku mogą się pojawić przetargi podwykonawcze na realizację bloku w Rybniku (5,7 mld PLN). Generalnym wykonawcą inwestycji będzie Alstom. Najwcześniej na przełomie 2011 i 2012 roku mogą być podpisane umowy na budowę bloków w Turowie (2,8 mld PLN) i Kozienicach (6 mld PLN). Ostrożnie należy jednak zakładać, że kontrakty będą podpisane w roku 2012. Pozyskanie dużych zleceń energetycznych mogłoby wpływać pozytywnie na prognozy wyników Polimexu.

Moce podwykonawcze Mostostalu w segmencie energetycznym

Mostostal obok Rafako i Polimexu posiada największe moce podwykonawcze w ramach realizacji prac w segmencie energetycznym. W pracach dla segmentu specjalizuje się nie tylko Remak, ale i Mostostal Puławy. Inne spółki Grupy, jak Mostostal Płock, czy Mostostal Kielce, również są w stanie świadczyć usługi montażu lub dostarczać konstrukcje stalowe.

Będzie zdecydowanie mniej przetargów w drogówce

Z uwagi na rosnący deficyt budżetowy oraz zakontraktowanie większości odcinków autostrad, rząd podjął decyzję o ograniczeniu planu budowy dróg na lata przyszłe. Zawieszona zostanie duża część planowanych przetargów, głównie dotyczących budowy dróg ekspresowych i obwodnic. Wydatki GDDKiA na budowę dróg w 2010 roku wyniosły prawie 20 mld PLN. W roku 2011, z uwagi na rekordową liczbę podpisanych w 2009 i 2010 roku kontraktów, będzie to aż 32 mld PLN. W kolejnych latach, wydatki GDDKiA spadną naszym zdaniem do 24 mld PLN w 2012 roku i 15,5 mld PLN w roku 2013. W efekcie, dynamika przychodów Mostostalu w segmencie dróg i kolei w 2012 i 2013 roku, będzie ujemna. Segment w 2011 roku będzie odpowiadał za około 38% przychodów Mostostalu.



PBG (Redukuj)

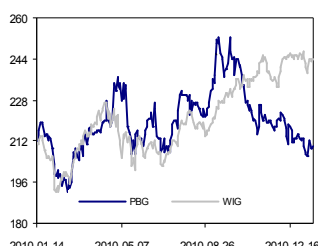
Cena bieżąca: 210 PLN

Cena docelowa: 194 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-05

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 578,0	3 295,0	27,8%	3 923,6	19,1%	4 501,4	14,7%	Liczba akcji (mln)	14,3
EBITDA	338,7	338,9	0,1%	330,8	-2,4%	339,5	2,6%	MC (cena bieżąca)	3 002,0
marża EBITDA	13,1%	10,3%		8,4%		7,5%		EV (cena bieżąca)	3 199,0
EBIT	286,5	288,6	0,7%	280,1	-2,9%	288,6	3,0%	Free float	39,8%
Zysk netto	210,6	214,9	2,0%	221,2	2,9%	228,3	3,2%		
P/E	14,3	14,0		13,6		13,1		Zmiana ceny: 1m	-3,6%
P/CE	11,4	11,3		11,0		10,7		Zmiana ceny: 6m	-8,3%
P/BV	2,2	1,9		1,7		1,6		Zmiana ceny: 12m	-4,1%
EV/EBITDA	10,9	9,8		9,7		9,0		Max (52 tyg.)	252,0
Dyid (%)	0,0	1,4		1,5		2,3		Min (52 tyg.)	192,0



Uważamy, że perspektywy rozwoju w segmencie energetycznym mogą być w przypadku PBG przeszacowane. Nawet w optymistycznym scenariuszu (Alstom zdobywa 50% dostępnych kontraktów), PBG raczej nie może liczyć na więcej, niż 1 mld PLN przychodów z generalnego wykonawstwa bloków energetycznych w Polsce. Sądzymy też, że tanie przejęcie spółki działającej w segmencie energetycznym może być bardzo trudne. Jeśli chodzi o operatorstwo, uważamy, że istnieje duża niepewność co do przyszłej skali rynku, zaś lista potencjalnych chętnych jest długa. Podsumowując, uważamy, że ewentualny rozwój PBG jest z nawiązką uwzględniony w wycenie. Sprzedaż pakietów akcji Hydrobudowy i Aprivii istotnie wpłynie na spadek EBITDA Grupy PBG. Wycena spółki nie uwzględnia ryzyka spadku marż nowych zleceń, a także ryzyka związanego z niewielkim portfelem zleceń na rok 2011 (1,5 mld PLN po sprzedaży udziałów w spółkach zależnych). Podtrzymujemy negatywne nastawienie do inwestycji w walory PBG i rekomendację redukcji.

Wpływ transakcji z OHL na działalność PBG

Transakcję sprzedaży pakietu akcji Hydrobudowy i Aprivii koncernowi OHL nadal oceniamy sceptycznie. Naszą uwagę zwraca znaczny spadek zatrudnienia w Grupie (o blisko połowę) oraz znaczne uszczuplenie portfela zamówień. Uważamy jednocześnie, że dokonanie atrakcyjnych akwizycji w sektorze budownictwa energetycznego w oparciu o środki ze sprzedaży aktywów może nie być łatwe. Ponadto, zauważamy dużą konkurencję w ramach starania się o zlecenia typu PPP (operatorstwo). Perspektywy dużego rozwoju PPP w Polsce nadal wydają nam się niepewne.

Portfel zleceń PBG na rok 2011

Szacujemy, że na koniec października 2010 roku portfel zleceń Grupy PBG na rok 2011 wynosił około 2,65 mld PLN, z czego około 0,6 mld PLN przypadało na Hydrobudowę, a 1,1 mld PLN na Aprivię. Sprzedaż pakietu kontrolnego Hydrobudowy i 50% udziałów w Aprivii wpłynie na spadek wielkości skonsolidowanego portfela zleceń PBG na rok 2011 do około 1,5 mld PLN. Cały skonsolidowany portfel zamówień Grupy PBG na lata przyszłe po transakcji wyniesie około 3,6 mld PLN, przy kapitalizacji rynkowej PBG na poziomie około 3 mld PLN.

Szansa na nowe kontrakty

W 2011 roku rozstrzygnięte mogą być wybrane kontrakty energetyczne (Opole: 10 mld PLN, Stalowa Wola: 1,3 mld PLN, podwykonawstwo w Rybniku: 5,7 mld PLN). Do rozstrzygnięcia są też wybrane przetargi w segmencie gazu i ropy naftowej (m.in. warta ponad 2 mld PLN infrastruktura terminala LNG). Część przetargów interesujących PBG znacząco się opóźnia, np. w segmencie gazu i ropy naftowej zagospodarowanie złóż w Różańsku (0,6 mld PLN), czy zlecenia na budowę spalarni odpadów (1-1,5 mld PLN).

Strategia koncentracji na dużych zleceniach obarczona dużym ryzykiem

Strategia PBG koncentruje się na pozyskiwaniu dużych zleceń, przy założeniu, że ich rentowność będzie ponadprzeciętna. Uważamy, że strategia ta obarczona jest dużym ryzykiem, gdyż rozstrzygnięcia wielu dużych przetargów mogą się opóźniać (energetyka), a inne wybrane duże przetargi mogą zostać zawieszone (drogownictwo). W dodatku, duże zlecenia charakteryzują się większą ekspozycją na możliwy wzrost kosztów budowy.

Prognozy wyników finansowych PBG w 2011 roku

Nasza prognoza przychodów PBG w 2011 roku nadal nie uwzględnia transakcji z OHL. Związane jest to z niepewnością, dotyczącą linii demarkacyjnej między spółkami, a także niepewnością odnośnie możliwości przejęcia podmiotów z branży budownictwa energetycznego.



Polimex Mostostal (Akumuluj)

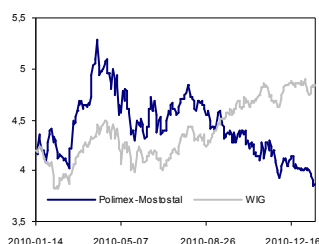
Cena bieżąca: 3,86 PLN

Cena docelowa: 4,2 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	4 836,7	4 343,3	-10,2%	5 125,5	18,0%	5 195,1	1,4%	Liczba akcji (mln)	521,7
EBITDA	343,6	295,2	-14,1%	321,6	8,9%	352,0	9,5%	MC (cena bieżąca)	2 013,8
marża EBITDA	7,1%	6,8%		6,3%		6,8%		EV (cena bieżąca)	2 521,8
EBIT	264,9	198,7	-25,0%	201,6	1,5%	231,1	14,7%	Free float	63,9%
Zysk netto	156,4	110,5	-29,4%	143,3	29,7%	184,1	28,5%		
P/E	11,4	16,2		14,1		10,9		Zmiana ceny: 1m	-7,0%
P/CE	7,6	8,6		7,6		6,6		Zmiana ceny: 6m	-17,3%
P/BV	1,4	1,3		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	-11,5%
EV/EBITDA	6,5	8,5		7,8		6,8		Max (52 tyg.)	5,3
Dyid (%)	0,3	1,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,9



Q4 2010 zapowiada się istotnie lepiej, niż **Q3 2010**. Korekty rentowności starych kontraktów Coifera nie powinny już wpływać negatywnie na wyniki Grupy Polimex. W segmencie produkcji rosną wolumeny, wraz z zapełnianiem mocy produkcyjnych nowego zakładu. W efekcie, można oczekiwać, że wynik netto Q4 2010 wyniesie około 50 mln PLN. Dla porównania, wynik netto w Q3 2010 wyniósł 17,3 mln PLN. 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. Czynnikiem ryzyka pozostaje rentowność dużych kontraktów drogowych pozyskanych 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). Szanse widzimy w kontekście zleceń na budowę nowych bloków energetycznych. Przetarg na blok w Opolu powinien być rozstrzygnięty późną wiosną 2011 roku. Od sierpnia 2010 kurs Polimex spadł o 20%. Uważamy, że obecna cena dyskontuje już ewentualne ryzyka związane z niską rentownością zleceń drogowych. Zwracamy uwagę na oczekiwaną poprawę wyników spółki w 2012 i 2013 roku, wynikającą z realizacji prac w segmencie energetycznym. Podwyższamy zalecenie inwestycyjne do akumuluj.

Portfel zleceń Polimexu na rok 2011

Zgodnie z danymi opublikowanymi przez Polimex przy okazji wyników za Q3 2010 w połowie listopada 2010, portfel zleceń spółki na rok 2011 ma wartość około 3,7 mld PLN. W stosunku do naszych prognoz, zakładających ponad 5 mld PLN przychodów, można zauważyć, że portfel zleceń jest całkiem wypełniony w segmencie dróg i kolei oraz w bardzo dużym stopniu wypełniony w segmencie budownictwa i produkcji (w oparciu o szacunki na podstawie umów ramowych). W segmencie energetyki i chemii dominują krótkie kontrakty o charakterze podwykonawczym, które będą podpisywane na bieżąco. W efekcie, nie ma naszym zdaniem podstaw do obaw o poziom kontraktacji Polimexu.

Planowane kontrakty w segmencie energetycznym

W 2011 roku widzimy szansę na podpisanie kontraktu na 2 bloki w Opolu (ok. 10 mld PLN) oraz Stalowej Woli (1,3 mld PLN). Na 50% oceniamy szansę na podpisanie w 2011 roku kontraktu na budowę bloku w Siekierkach (2,9 mld PLN). W 2011 roku mogą się pojawić przetargi podwykonawcze na realizację bloku w Rybniku (5,7 mld PLN). Generalnym wykonawcą inwestycji będzie Alstom. Najwcześniej na przełomie 2011 i 2012 roku mogą być podpisanie umowy na budowę bloków w Turowie (2,8 mld PLN) i Kozienicach (6 mld PLN). Ostrożnie należy jednak zakładać, że kontrakty będą podpisane w roku 2012. Pozyskanie dużych zleceń energetycznych mogłoby wpływać pozytywnie na prognozy wyników Polimexu.

Będzie zdecydowanie mniej przetargów w drogówce

Z uwagi na rosnący deficyt budżetowy oraz zakontraktowanie większości odcinków autostrad, rząd podjął decyzję o ograniczeniu planu budowy dróg na lata przyszłe. Zawieszona zostanie duża część planowanych przetargów, głównie dotyczących budowy dróg ekspresowych i obwodnic. Wydatki GDDKiA na budowę dróg w 2010 roku wyniosły prawie 20 mld PLN. W roku 2011, z uwagi na rekordową liczbę podpisanych w 2009 i 2010 roku kontraktów, będzie to aż 32 mld PLN. W kolejnych latach, z uwagi na duże ograniczenie liczby rozstrzyganych przetargów, wydatki GDDKiA spadną naszym zdaniem do 24 mld PLN w 2012 roku i 15,5 mld PLN w roku 2013. W efekcie, dynamika przychodów Polimexu w segmencie dróg i kolei w 2012 i 2013 roku, będzie ujemna. Segment w 2011 roku będzie odpowiadał za około 30% przychodów Polimexu.



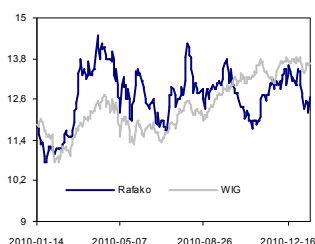
Rafako (Akumuluj)

Cena bieżąca: 12,65 PLN Cena docelowa: 13,7 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-03

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	963,7	1 036,0	7,5%	1 477,0	42,6%	1 674,6	13,4%	Liczba akcji (mln)	69,6
EBITDA	67,5	68,0	0,7%	78,1	15,0%	83,8	7,3%	MC (cena bieżąca)	880,4
marża EBITDA	7,0%	6,6%		5,3%		5,0%		EV (cena bieżąca)	572,8
EBIT	53,9	54,0	0,2%	63,7	17,9%	68,8	8,1%	Free float	18,5%
Zysk netto	37,7	51,4	36,1%	60,2	17,2%	66,3	10,2%		
P/E	23,3	17,1		14,6		13,3		Zmiana ceny: 1m	-2,7%
P/CE	17,1	13,5		11,8		10,8		Zmiana ceny: 6m	0,5%
P/BV	2,4	2,1		1,9		1,6		Zmiana ceny: 12m	11,2%
EV/EBITDA	9,5	9,3		7,3		6,1		Max (52 tyg.)	14,5
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	10,7



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 w styczniu, będą zbierane oferty na budowę bloku w Siekierkach, nie jest jednak pewne, czy inwestor będzie dążył do rozstrzygnięcia przetargu. Rafako pozostaje jedną z najbardziej obrezerwowanych spółek w branży. Duży poziom utworzonych rezerw zapewnia spółce duży margines bezpieczeństwa, jeśli chodzi o prezentowanie wyników finansowych. Znaczną niepewnością obarczona 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 ~ 5,4). 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%. Nie można obecnie wykluczyć, że transakcja będzie miała postać LBO, tzn. partner w transakcji nie pojawi się, a Rafako będzie konsolidować wyniki PAK. Finalizacja transakcji się opóźnia, niemniej, uważamy, że po jej zamknięciu niepewność związana z wyceną Rafako zniknie. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Niepewność związana z akwizycją PAK a prognozy i wycena

Niepewność związana ze strukturą potencjalnej akwizycji 50% udziałów w PAK i 85% udziałów w 2 kopalniach węgla sprawia, że wycena Rafako jest utrudniona. Sam PAK realizuje ponad 2 mld PLN przychodów oraz ponad 400 mln EBITDA. Przejęcie 50% udziałów w podmiocie mogłoby bardzo istotnie wpływać na prognozy wyników Rafako. Przejęcie 20% udziałów w PAK miałyby stosunkowo mniejsze znaczenie (brak konieczności konsolidacji wyników PAK, z wyjątkiem wartości bilansowej oraz dywidend). Oczekujemy, że w ciągu pierwszych miesięcy 2011 roku możliwe będzie sfinalizowanie transakcji i dokonanie zaktualizowanych prognoz wyników firmy. Na razie prognozy na rok 2010 i lata kolejne pozostają bez zmian.

PAK: scenariusz najbardziej prawdopodobny

Struktura transakcji akwizycji PAK ewoluuje w czasie. Obecnie najbardziej prawdopodobny wydaje się wariant LBO, tzn. Rafako samo, bez partnera, przejmuje 50% udziałów w PAK i 85% udziałów w kopalniach. W takim przypadku, transakcja byłaby finansowana niemal wyłącznie długiem. Zabezpieczeniem długu byłyby głównie aktywa PAK, choć także i aktywa Rafako. W przypadku realizacji scenariusza przejęcia Rafako na zasadzie LBO, realna byłaby konsolidacja wyników PAK i kopalni. Powstałaby w ten sposób grupa budowlano-energetyczna, której wycena powinna uwzględniać perspektywy obu segmentów działalności.

Szansa na 2 mld PLN przychodów głównym przesłaniem inwestycyjnym

Uważamy, że największą szansą dla Rafako jest akwizycja dużych kontraktów na budowę nowych bloków energetycznych, w formule generalnego wykonawstwa. W takim przypadku realne byłoby osiągnięcie przez spółkę 2-2,5 mld PLN przychodów w roku 2013. Przy rentowności netto konserwatywnie zakładanej na poziomie 4% (niżej, niż w przypadku np. Alstomu), oznaczałoby to 80-100 mln PLN zysku netto w roku 2013. Po odjęciu około 250 mln PLN gotówki od bieżącej kapitalizacji rynkowej, oznaczałoby to P/E 2013 = 6,5-8. Uproszczona kalkulacja nie uwzględnia możliwości przejęcia PAK.



Trakcja Polska (Trzymaj)

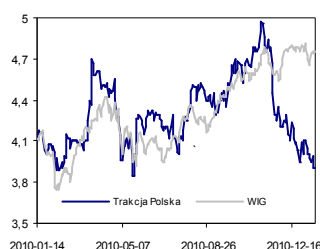
Cena bieżąca: 3,9 PLN

Cena docelowa: 4,16 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-06

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	711,6	449,8	-36,8%	949,6	111,1%	991,3	4,4%	Liczba akcji (mIn)	160,1
EBITDA	86,8	45,0	-48,1%	62,6	38,9%	75,8	21,2%	MC (cena bieżąca)	624,4
marża EBITDA	12,2%	10,0%		6,6%		7,7%		EV (cena bieżąca)	406,0
EBIT	76,7	34,6	-54,9%	51,9	50,1%	64,9	25,2%	Free float	40,0%
Zysk netto	71,6	28,4	-60,3%	47,5	67,0%	60,1	26,4%		
P/E	8,7	21,9		13,1		10,4		Zmiana ceny: 1m	-8,0%
P/CE	7,6	16,0		10,7		8,8		Zmiana ceny: 6m	-5,3%
P/BV	1,7	1,5		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	-6,3%
EV/EBITDA	5,6	9,6		6,5		4,2		Max (52 tyg.)	5,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,8



Od czasu ogłoszenia planu połączenia z Tiltra Group, kurs Trakcji Polskiej spadł o około 20%. Spadek kursu i ogłoszenie połączenia było poprzedzone dobrymi wiadomościami o pozyskaniu dużych kontraktów kolejowych (o wartości 1,6 mld PLN), pozwalających spółce na wygenerowanie ponad 60 mln PLN zysku netto w roku 2012 (P/E 2012 ~ 10). Obecnie podejście do wyceny Trakcji jest utrudnione, gdyż dużą niepewnością obarczona jest kwestia połączenia. W przypadku, gdyby połączenie nie zostało zatwierdzone, kurs akcji Trakcji mógłby wzrosnąć naszym zdaniem o około 10%. W przypadku zatwierdzenia połączenia, dostrzegamy trzy główne czynniki ryzyka: niekorzystne warunki finansowe połączenia, oczekiwany spadek wydatków GDDKiA w latach 2011-2013 (Tiltra zajmuje się budownictwem drogowym), pogorszenie sytuacji bilansowej (po połączeniu Trakcja-Tiltra byłaby obok ABM Solid najbardziej zadłużoną spółką budowlaną na GPW). Do czasu wyjaśnienia kwestii połączenia, podtrzymujemy rekomendację neutralną. Kwestia fuzji zostanie poddana głosowaniu na NWZA, które będzie miało miejsce 19 stycznia 2011 roku. Korygujemy jedynie prognozy na rok 2010.

Portfel zleceń na lata przyszłe i prognozy

Trakcja Polska pozyskała 4 duże kontrakty typu D&B o wartości 1,6 mld PLN, których realizacja rozpocznie się w Q4 2011. Kontrakty te mogą wpłynąć na dużą poprawę wyników spółki w roku 2012, a także przekroczenie naszych prognoz zysku netto w roku 2012. Przekroczenie prognoz jest możliwe w przypadku wygenerowania wysokich marż na pozyskanych kontraktach D&B, a to z kolei warunkowane jest brakiem dużego wzrostu kosztów budowy na kolei w roku 2011. Na razie, z uwagi na niepewność związaną z fuzją z Tiltra Group, zdecydowaliśmy się jedynie na aktualizację prognoz wyników Trakcji w roku 2010.

Szansa na kontrakty podwykonawcze

W ramach rozstrzygnięcia przetargów na modernizację LCS Malbork i LCS Ława, najniższe oferty cenowe złożyły firmy o relatywnie umiarkowanym doświadczeniu w realizacji kontraktów kolejowych. Sądzymy, że firmy te mogą nie posiadać pełnej kadry, pozwalającej na realizację dużych zleceń kolejowych, w efekcie, konieczne okaże się pozyskanie dużych, silnych podwykonawców. Wówczas, istnieje szansa, że ZUE, czy Trakcja Polska, pozyska kontrakty podwykonawcze. Wielkość takich zleceń może sięgać ponad 100 mln PLN każde. Pierwsze zlecenia tego typu mogłyby zostać pozyskane w Q1 2011.

Perspektywy nowych przetargów na kolei

Na rozstrzygnięcie czeka jeden duży przetarg, o wartości ponad 700 mln PLN, na modernizację linii E59 na odcinku Wrocław - granica woj. Dolnośląskiego. Jest to typowy kontrakt budowlany, którego realizacja mogłaby rozpocząć się już w połowie 2011 roku. Pozyskanie zlecenia na modernizację linii E59 mogłoby pozwolić na przekroczenie prognoz przychodów, jak i zysku netto ZUE w 2011 roku. Ponadto, na ogłoszenie czeka szereg przetargów, m.in. na modernizację linii E/CE 65 (LCS Malbork, cz. 2) oraz modernizację szeregu stacji na linii E20.

Czy sytuacja w drogówce negatywnie wpływa na perspektywy na kolei?

Z uwagi na rosnący deficyt budżetowy oraz zakontraktowanie większości odcinków autostrad, rząd podjął decyzję o ograniczeniu planu budowy dróg na lata przyszłe. Zawieszona została duża część planowanych przetargów, głównie dotyczących budowy dróg ekspresowych i obwodnic. Uważamy, że restrykcyjna polityka fiskalna rządu, dodatkowo motywowana zbliżającymi się wyborami parlamentarnymi, nie powinna infekować wydatków kapitałowych PKP PLK oraz postępowań przetargowych. Związane jest to z mniejszą skalą wydatków na modernizację kolei w relacji do wydatków na drogi (4,5 a 30 mld PLN) oraz z trudną sytuacją na kolei (medialna kwestia opóźnień pociągów, duże znaczenie PR-owe poprawy sytuacji na kolei).



Ulma Construcción Polska (Trzymaj)

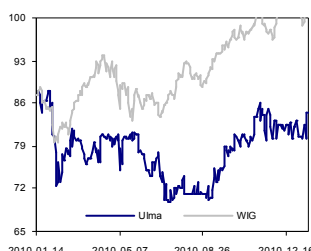
Cena bieżąca: 84,4 PLN

Cena docelowa: 85,9 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-05

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	175,4	213,5	21,7%	256,0	19,9%	245,9	-4,0%	Liczba akcji (mln)	5,3
EBITDA	72,1	107,3	48,9%	128,8	20,1%	115,9	-10,0%	MC (cena bieżąca)	443,6
marża EBITDA	41,1%	50,2%		50,3%		47,1%		EV (cena bieżąca)	573,0
EBIT	4,0	27,5	593,4%	52,8	92,4%	40,0	-24,2%	Free float	18,7%
Zysk netto	-5,5	10,7		33,3	212,9%	24,2	-27,5%		
P/E		41,6		13,3		18,3		Zmiana ceny: 1m	2,3%
P/CE	7,1	4,9		4,1		4,4		Zmiana ceny: 6m	18,7%
P/BV	1,7	1,7		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m	-3,5%
EV/EBITDA	9,2	5,7		4,4		4,9		Max (52 tyg.)	88,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	70,0



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

Bardzo dobre wyniki w okresie Q2 2011 - Q2 2012

W okresie Q2 2011 - Q2 2012 skumulują się wyniki dzierżawy szalunków związane z realizacją największego w historii kraju programu budowy dróg. Wyniki te bazują nie tylko na poprawie rotacji majątku, ale głównie na wzroście stawki dzierżawy oraz możliwej redukcji niektórych kosztów (np. w okresie wzmożonego popytu klient jest skłonny sam płacić za transport). Wyniki związane z programem budowy dróg skończą się w II połowie roku 2012. Zakładamy, że wydatki GDDKiA w 2013 roku spadną do poziomu około 15,5 mld PLN i taki scenariusz uwzględniamy w prognozach.

Będzie zdecydowanie mniej przetargów w drogówce

Z uwagi na rosnący deficyt budżetowy oraz zakontraktowanie większości odcinków autostrad, rząd podjął decyzję o ograniczeniu planu budowy dróg na lata przyszłe. Zawieszona zostanie duża część planowanych przetargów, głównie dotyczących budowy dróg ekspresowych i obwodnic. Wydatki GDDKiA na budowę dróg w 2010 roku wyniosły prawie 20 mld PLN. W roku 2011, z uwagi na rekordową liczbę podpisanych w 2009 i 2010 roku kontraktów, będzie to aż 32 mld PLN. W kolejnych latach, z uwagi na duże ograniczenie liczby rozstrzyganych przetargów, wydatki GDDKiA spadną naszym zdaniem do 24 mld PLN w 2012 roku i 15 mld PLN w roku 2013. Spadek wydatków GDDKiA wpłynie na ujemną dynamikę wyniku Ulmy w roku 2012.

Rok 2013: z dróg w energetykę

Plany inwestycji sektora energetycznego dają nadzieję, że Ulma w 2013 roku będzie w stanie zapłacić lukę w przychodach wynikającą z mniejszej skali inwestycji drogowych. Wykorzystywany w budownictwie energetycznym sprzęt jest porównywalny do sprzętu infrastrukturalnego (ciężkie szalunki, rusztowania,...). Udział dzierżawy szalunków w koszcie budowy bloku energetycznego szacujemy na około 0,6-0,7%.



Unibep (Trzymaj)

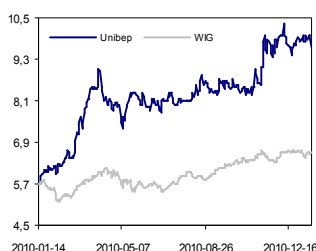
Cena bieżąca: 9,65 PLN

Cena docelowa: 9,3 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-03

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	392,7	680,2	73,2%	734,6	8,0%	822,6	12,0%	Liczba akcji (mln)	33,9
EBITDA	31,4	33,0	5,3%	29,7	-10,1%	51,2	72,5%	MC (cena bieżąca)	327,4
marża EBITDA	8,0%	4,9%		4,0%		6,2%		EV (cena bieżąca)	350,9
EBIT	26,6	28,0	5,1%	24,6	-12,2%	46,0	87,2%	Free float	28,5%
Zysk netto	17,8	22,6	26,8%	20,0	-11,4%	37,9	89,4%		
P/E	18,4	14,5		16,4		8,6		Zmiana ceny: 1m	-0,3%
P/CE	14,5	11,9		13,0		7,6		Zmiana ceny: 6m	18,4%
P/BV	3,0	2,3		2,0		1,7		Zmiana ceny: 12m	61,1%
EV/EBITDA	10,5	10,9		11,8		6,3		Max (52 tyg.)	10,3
Dyid (%)	1,0	0,0		0,6		2,3		Min (52 tyg.)	6,0



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

Portfel zleceń Unibepu na rok 2011

Portfel zleceń Unibepu na rok 2011 ma wartość około 680 mln PLN, z czego 359 mln PLN to segment generalnego wykonawstwa w kraju, 186 mln PLN segment eksportu, 82 mln PLN to działalność deweloperska, 41 mln PLN segment produkcji, zaś 15 mln PLN segment drogowy. Portfel zleceń jest zbliżony do naszych szacunków przychodów w 2011 roku, co oznacza, że w przypadku pozyskania istotnej liczby nowych kontraktów, możliwe byłoby powstanie potencjału do rewizji prognoz. Rewizję prognoz rozważymy w najbliższym czasie.

Ekspozycja na inwestycje klienta prywatnego

Unibep, obok Erbudu, czy Mirbudu, charakteryzuje się największą ekspozycją na inwestycje klienta prywatnego (budownictwo mieszkań, obiektów biurowych, centrów handlowych). Sądzymy, że w latach 2011-2013 inwestycje klienta prywatnego charakteryzować się będą atrakcyjną dynamiką wzrostu. Czynnikiem ryzyka pozostaje tendencja dużych spółek do powrotu do poszukiwania kontraktów z segmentu mieszkaniowego i komercyjnego. Przykładowo, w okresie kryzysu Mostostal Warszawa skoncentrował się na pozyskiwaniu kontraktów kubaturowych wyłącznie z sektora publicznego. Obecnie, firma wraca do poszukiwania zleceń od klientów prywatnych.

Inwestycje komercyjne Unibepu

Unibep zakupił dwie nieruchomości komercyjne. Jedną jest grunt w Warszawie, przy ul. Grzybowskiej, na której powstanie biurowiec o powierzchni najmu 9,3 tys. m². Drugą inwestycją jest galeria handlowa w Kutnie o powierzchni najmu 18 tys. m². Koszt realizacji projektu biurowego to łącznie 75 mln PLN. Koszty budowy galerii handlowej to 65 mln PLN. Biurowiec charakteryzuje się korzystną lokalizacją, niemniej, obecnie w tej okolicy rusza kilka dużych inwestycji deweloperów o większym doświadczeniu (Ghelamco, Hines, LC Corp). Inwestycja w Kutnie z kolei nie ma konkurencji, a miasto liczy 46,7 tys. mieszkańców.

Co roku nowy segment działalności?

Dużym czynnikiem ryzyka w Unibepie jest naszym zdaniem bardzo agresywna strategia rozwoju. Plany rozwoju w segmencie komercyjnym istotnie wpłyną na wzrost zadłużenia spółki. W ostatnich latach Unibep średnio co roku rozpoczynał działalność w nowym segmencie działalności (2008: fabryka domów, 2009: przejęcie dużego projektu mieszkaniowego, 2010: segment drogowy, 2011: segment komercyjny i rynek białoruski). Uważamy, że tak szeroki rozwój poza stricte core business, jakim jest budownictwo kubaturowe w kraju, charakteryzuje się dużym ryzykiem.



ZUE (Kupuj)

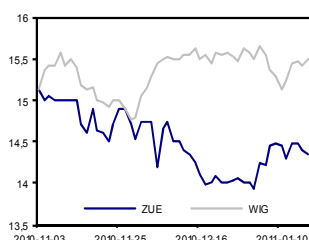
Cena bieżąca: 14,35 PLN

Cena docelowa: 19,3 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-24

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	199,9	415,8	108,0%	505,4	21,5%	535,8	6,0%	Liczba akcji (mIn)	22,0
EBITDA	18,7	35,5	90,1%	46,8	31,7%	50,3	7,5%	MC (cena bieżąca)	315,7
marża EBITDA	9,4%	8,5%		9,3%		9,4%		EV (cena bieżąca)	269,1
EBIT	16,8	28,0	67,1%	38,5	37,2%	39,6	2,9%	Free float	27,3%
Zysk netto	8,6	17,2	98,9%	29,0	68,6%	30,1	4,0%		
P/E	26,6	18,4		10,9		10,5		Zmiana ceny: 1m	0,7%
P/CE	21,7	12,8		8,5		7,7		Zmiana ceny: 6m	
P/BV	4,5	2,0		1,7		1,5		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	15,3	7,6		5,8		4,8		Max (52 tyg.)	15,1
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	13,9



Portfel zamówień ZUE na rok 2011 ma wartość około 340 mln PLN. Na koniec 2009 roku, portfel na rok 2010 był zapełniony w około 60%. Biorąc pod uwagę charakter prac miejskich oraz specyfikę ZUE i PRK Kraków, nie obawiamy się o realizację prognozy przychodów i wyników finansowych na rok 2011. W segmencie miejskim występuje wiele relatywnie krótkich zleceń, o okresie realizacji zbliżonym do 1 roku. Kolejne przetargi mogą być ogłoszone na wiosnę 2011. W segmencie kolejowym wiele najniższych ofert cenowych złożyły firmy, które nie mają doświadczeń w realizacji dużych zleceń w segmencie. Firmy te będą poszukiwały podwykonawców, co daje ZUE szansę na pozyskanie kolejnych umów. Przed przejęciem przez ZUE, PRK Kraków świadczyła głównie usługi podwykonawcze. Rekomendujemy kupno walorów ZUE.

Portfel zleceń a perspektywy pozyskiwania nowych zleceń

Portfel zleceń na rok 2011 ma wartość około 340 mln PLN, podczas gdy nasza prognoza przychodów na rok 2011 zakłada wygenerowanie 505 mln PLN przychodów. Do realizacji prognozy jednak tak naprawdę potrzeba pozyskania kontraktów miejskich o wartości 80-100 mln PLN o rocznym terminie realizacji i jednego zlecenia podwykonawczego o wartości 150 mln PLN, o czasie realizacji w wysokości 2 lat. Scenariusz taki przyjmujemy jako bazowy.

Szansa na kontrakty podwykonawcze

W ramach rozstrzygnięcia przetargów na modernizację LCS Malbork i LCS Iława, najniższe oferty cenowe złożyły firmy o relatywnie umiarkowanym doświadczeniu w realizacji kontraktów kolejowych. Sądymy, że firmy te mogą nie posiadać pełnej kadry, pozwalającej na realizację dużych zleceń kolejowych, w efekcie, konieczne okaże się pozyskanie dużych, silnych podwykonawców. Wówczas, istnieje szansa, że ZUE, czy Trakcja Polska, pozyska kontrakty podwykonawcze. Wielkość takich zleceń może sięgać ponad 100 mln PLN każde. Pierwsze zlecenia tego typu mogłyby zostać pozyskane w Q1 2011.

Perspektywy nowych przetargów na kolei

Na rozstrzygnięcie czeka jeden duży przetarg, o wartości ponad 700 mln PLN, na modernizację linii E59 na odcinku Wrocław - granica woj. Dolnośląskiego. Jest to typowy kontrakt budowlany, którego realizacja mogłaby rozpocząć się już w połowie 2011 roku. Pozyskanie zlecenia na modernizację linii E59 mogłoby pozwolić na przekroczenie prognoz przychodów, jak i zysku netto ZUE w 2011 roku. Ponadto, na ogłoszenie czeka szereg przetargów, m.in. na modernizację linii E/CE 65 (LCS Malbork, cz. 2) oraz modernizację szeregu stacji na linii E20.

Specyfika kontraktów w segmencie miejskim

W ramach prac w segmencie miejskim (tramwajowym), ZUE realizuje wiele kontraktów o terminie realizacji zbliżonym do 1 roku. Kontrakty te udzielane są wykonawcom w pierwszej połowie roku budowy, po uchwaleniu budżetów miejskich. Kontrakty tego typu będą przez spółkę pozyskiwane na bieżąco w roku 2011.

Czy sytuacja w drogówce negatywnie wpływa na perspektywy na kolei?

Z uwagi na rosnący deficyt budżetowy oraz zakontraktowanie większości odcinków autostrad, rząd podjął decyzję o ograniczeniu planu budowy dróg na lata przyszłe. Zawieszona została duża część planowanych przetargów, głównie dotyczących budowy dróg ekspresowych i obwodnic. Uważamy, że restrykcyjna polityka fiskalna rządu, dodatkowo motywowana zbliżającymi się wyborami parlamentarnymi, nie powinna infekować wydatków kapitałowych PKP PLK oraz postępowań przetargowych. Związane jest to z mniejszą skalą wydatków na modernizację kolei w relacji do wydatków na drogi (4,5 a 30 mld PLN) oraz z trudną sytuacją na kolei (medialna kwestia opóźnień pociągów, duże znaczenie PR-owe poprawy sytuacji na kolei).

Deweloperzy

- Większość obaw o kondycję sektora mieszkaniowego nie jest uzasadniona, zaś spółki są tanie. Rynek nie dyskontuje dobrych wyników 2012 roku, a te z dużą trafnością można prognozować.
- Kursy spółek z segmentu mieszkaniowego w 2011 roku mogą wzrosnąć mocniej, niż notowania WIG. Zalecamy przeważanie segmentu.
- Rok 2011 powinien przynieść zamknięcie ryzyka podaży akcji Polnordu oraz wzrost sprzedaży mieszkań w Dom Development, Polnordzie i Robygu.
- W segmencie komercyjnym dużą szansą są nowe inwestycje, zaś czynnikiem ryzyka poziomy czynszów w portfelu gotowych aktywów.
- Największe spółki (GTC) zachowywać się będą zbieżnie z rynkiem, notowania wybranych małych firm z segmentu mogą wzrosnąć mocniej. Zalecamy przeważanie małych spółek z segmentu deweloperskiego.

Kluczowe rekomendacje: Dom Development (Kupuj), Robyg (Kupuj), Polnord (Kupuj), PA Nova (Kupuj), BBI Development (Kupuj)

Pozostałe spółki godne uwagi: Echo Investment, Gant Development, LC Corp, NFI Octava

W 2010 roku segment deweloperów mieszkaniowych był zauważalnie gorszy od indeksu WIG. Na słabym zachowaniu sektora zaważyło pogorszenie się sentymentu do branży, spowodowane brakiem wzrostu sprzedaży mieszkań i cen lokali. Uważamy, że w 2011 roku sentyment do sektora będzie się poprawiał, co związane jest z tym, że:

- rynek nie dyskontuje wyników spółek w 2012 roku, które można z dużą trafnością przewidzieć;
- P/E 2012 spółek, których wyniki prognozujemy, znajduje się w atrakcyjnym przedziale od 4,8 (Robyg) do 11,4 (J.W. Construction);
- sprzedaż mieszkań na rynku pierwotnym wzrośnie o 10%, kosztem sprzedaży mieszkań na rynku wtórnym. Sprzedaż mieszkań na całym rynku pozostanie bez zmian;
- wybrani deweloperzy mają szansę na większy wzrost sprzedaży mieszkań, pod warunkiem, że będą w stanie zaoferować klientom atrakcyjną ofertę mieszkań, która nie będzie wewnętrznie konkurencyjna (tzn. będzie dobrze zdywersyfikowana);
- ceny mieszkań faktycznie nie wzrosną, niemniej, przy obecnych cenach i kosztach budowy, marże na realizacji nowych projektów są bardzo atrakcyjne;
- nie przewidujemy spadku akcji kredytowej, ani pojawienia się dużej liczby IPO deweloperów, oferujących znaczne dyskonto do obecnych (niskich) wycen giełdowych.

Największym ryzykiem dla sektora jest możliwość wzrostu podaży lokali, co negatywnie oddziaływałoby na tempo sprzedaży i możliwość rozpoczynania nowych projektów. Spośród innych istotnych czynników, zwracamy uwagę na: możliwość wzrostu skali działalności Dom Development, lub wypłatę wyższych dywidend, ryzyko przeinwestowania J.W. Construction, szansę na odszkodowania za drogi oraz ryzyko podaży akcji w przypadku Polnordu oraz możliwość wzrostu sprzedaży mieszkań w Dom Development, Polnordzie i Robygu.

Rok 2011 powinien przynieść kontynuację spadku stóp kapitalizacji w regionie CEE oraz wzrost stawek czynszów ofertowych. Oczekiwany spadek stóp kapitalizacji to efekt atrakcyjnej wyceny nieruchomości w regionie ($7-8\% \text{ yieldu} + \text{wzrost wartości o } 3\% = \text{inflacja rocznie} = 10-11\% \text{ zwrotu } r/r$). Czynnikiem ryzyka jest poziom czynszów w przypadku portfela nieruchomości (w wielu przypadkach czynsze nieruchomości w portfelu są istotnie wyższe, niż obecne czynsze ofertowe). W dodatku, wybrane spółki obciąża zbyt duży bank ziemi i wysokie koszty zarządu. W sektorze komercyjnym zalecamy spółki spełniające następujące warunki:

- firmy nie oferujące znacznego dyskonta do bieżącego NAV, ale z dobrze przygotowanym programem inwestycyjnym i możliwością jego finansowania, a także relatywnie małym portfelem gotowych aktywów. Do grona tych spółek zaliczamy BBI Development, PA Nova;
- firmy oferujące dyskonto do NAV, które nie znajduje fundamentalnego uzasadnienia (duża płynność, dobre aktywa, konserwatywna polityka Zarządu). Do grona tych spółek zaliczamy NFI Octava.

Stosunkowo mniej optymistycznie postrzegamy duże spółki (GTC). Powodem jest to, że w przypadku GTC materializuje się kilka negatywnych cech (duży portfel, duże koszty zarządu, duży bank ziemi). W dodatku, wycena spółki jest najwyższa z notowanych na rynku deweloperów komercyjnych.



BBI Development (Kupuj)

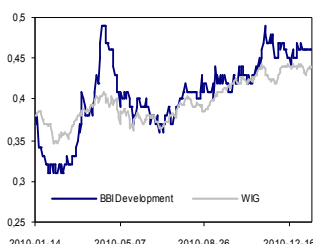
Cena bieżąca: 0,46 PLN

Cena docelowa: 0,55 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-10

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1,0	82,0	8182,8%	80,4	-2,0%	148,4	84,6%	Liczba akcji (mln)	523,1
EBITDA	-7,9	27,2		38,8	42,7%	44,7	15,3%	MC (cena bieżąca)	240,6
marża EBITDA	-794,9%	33,2%		48,3%		30,2%		EV (cena bieżąca)	446,0
EBIT	-7,9	26,7		38,3	43,5%	44,2	15,5%	Free float	71,9%
Zysk netto	-9,1	22,3		23,3	4,7%	31,4	34,6%		
P/E		10,8		10,3		7,7		Zmiana ceny: 1m	2,2%
P/CE		10,6		10,1		7,5		Zmiana ceny: 6m	17,9%
P/BV	1,2	1,0		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	35,3%
EV/EBITDA		13,2		11,5		12,6		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. Rok 2011 przyniesie widoczny postęp w planach inwestycyjnych spółki. Plac Unii pozyska finansowanie bankowe, najemców i wykonawcę całości prac budowlanych. Prace nad inwestycją Sezam będą postępować, na koniec 2011 roku BBI powinien posiadać przynajmniej warunki zabudowy dla działki i projekt budowlany. W Q3 2011 rozpocznie się nowy etap inwestycji Koneser, zakładający budowę nowych zabudowań (tzw. soft lofty). Inwestycja będzie finansowana z emisji obligacji. W efekcie, uwiarygodnieniu ulegną również kolejne etapy projektu. Akcje BBI Development wyceniamy na 0,55 PLN na akcję (+22,5% w porównaniu do ceny rynkowej). Nasza wycena uwzględnia perspektywę krótko i średnio terminowych inwestycji deweloperskich BBI Development. Spojrzenie na dłuższy horyzont czasowy mogłoby wygenerować wyższą wycenę spółki, niestety, trudno oczekiwać, aby rynek dyskontował obecnie dłuższy horyzont inwestycyjny, niż rok 2013. Z drugiej strony, nasze oczekiwania dotyczące bardzo dobrych wyników spółki po 2013 roku pozwalają sądzić, że BBI w dłuższym terminie również będzie kreować wartość dla akcjonariuszy. Rekomendujemy kupno walorów BBI Development.

Pozyskanie kredytu dla Placu Unii w H1 2011

Pod koniec 2010 roku spółka celowa BBI Development i Liebrecht & Wood zakontraktowała wykonanie części prac budowlanych, związanych z realizacją inwestycji Plac Unii. Na razie inwestycja jest finansowana ze środków własnych spółki celowej. Liczymy, że na przełomie Q1 i Q2 2011 pozyskane zostanie finansowanie bankowe dla inwestycji, pozwalające na budowę całego obiektu. Na przełomie Q2 i Q3 2011 powinien też zostać podpisany kontrakt budowlany, obejmujący już całość budynku. Jednocześnie, postępować będzie najem powierzchni komercyjnej. Szacujemy, że bardzo szybko uda się wynająć większość powierzchni handlowej. Istnieje też szansa, że w 2011 roku spółka celowa pozyska dużego najemcę powierzchni biurowej.

Postęp prac nad inwestycją Sezam

Prace nad przygotowaniem inwestycji Sezam postępują. Ostatnio BBI Development udało się wynegocjować z miastem Warszawa i Metrem Warszawskim porozumienie w sprawie połączenia planowanego budynku z wyjściem z planowanej stacji metra. W 2011 roku BBI Development będzie pokonywać kolejne kroki administracyjne, zmierzające do realizacji projektu. Liczymy, że spółce uda się pozyskać w 2011 roku warunki zabudowy, przygotować projekt budowlany oraz na przełomie 2011 i 2012 roku pozyskać pozwolenie na budowę.

Rozpoczęcie Konesera na szerszą skalę w H2 2011

W Q3 2011 BBI Development planuje uruchomienie kolejnego etapu inwestycji Koneser. Ma on liczyć 730 m2 powierzchni komercyjnej i 5342 m2 powierzchni mieszkaniowej (tzw. soft lofty). Rozpoczęcie etapu pozwoli naszym zdaniem w pełni dyskontować w prognozach wyników finansowych spółki realizację całego projektu Koneser, liczącego ponad 65 tys. m2 powierzchni użytkowej.

Możliwość kolejnych umów ze spółdzielni

BBI Development posiada unikalne doświadczenie w nawiązywaniu współpracy ze spółdzielni oraz miastem. Doświadczenie to zaowocowało w pozyskaniu unikalnych projektów w atrakcyjnych lokalizacjach (Plac Unii, Sezam). Nie można wykluczyć, że kolejne tego typu umowy zostaną podpisane w 2011 roku.



Dom Development (Kupuj)

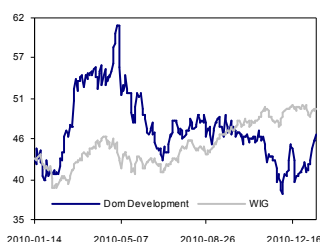
Cena bieżąca: 46,3 PLN

Cena docelowa: 54,4 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-07

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	704,4	529,5	-24,8%	625,6	18,1%	927,2	48,2%	Liczba akcji (mIn)	24,6
EBITDA	113,6	67,5	-40,6%	101,3	50,0%	156,3	54,4%	MC (cena bieżąca)	1 137,1
marża EBITDA	16,1%	12,8%		16,2%		16,9%		EV (cena bieżąca)	1 288,7
EBIT	111,2	65,1	-41,4%	98,9	51,8%	153,9	55,7%	Free float	25,4%
Zysk netto	80,2	44,6	-44,3%	82,5	84,8%	129,3	56,7%		
P/E	14,2	25,5		13,8		8,8		Zmiana ceny: 1m	4,0%
P/CE	13,8	24,2		13,4		8,6		Zmiana ceny: 6m	-0,4%
P/BV	1,5	1,5		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	7,2%
EV/EBITDA	12,5	17,4		12,7		6,7		Max (52 tyg.)	61,0
Dywid (%)	1,7	1,7		1,0		4,4		Min (52 tyg.)	38,5



Ostatnie miesiące obfitowały w bardzo dobre wiadomości. Spółka sprzedała Kamienicę Raczyńskiego za 95 mln PLN. Spółce udało się też odzyskać ponad 40 mln PLN z tytułu sprzedaży wybudowanego kolektora sanitarnego. Wyniki 2012 roku są coraz bliższe i coraz bardziej wiarygodne. Ich przewidywalność jest wyższa, niż w przypadku innych branż, gdyż są one w dużym stopniu poparte już zakontraktowanymi kosztami budowy i postępującą na bieżąco sprzedażą lokali. Marże nowych projektów są wyższe, niż wcześniej szacowaliśmy, z uwagi na brak istotnego wzrostu kosztów budowy. Pierwsze wyniki z oddań mieszkań w nowych projektach pojawią się w Q3 2010. W całym 2011 roku oczekujemy 82,5 mln PLN zysku netto, który pojawi się praktycznie w pełni w II połowie roku. Liczymy na poprawę sprzedaży mieszkań w Q4 2010, z uwagi na rozpoczęcie nowych inwestycji (osiedla Wilno i Przy Ratuszu). Sprzedaż netto szacujemy na 409 lokali. Z perspektywy wyników 2012 roku spółka jest atrakcyjna (P/E 2012 = 8,8, EV/EBITDA 2012 = 6,7). Nasze prognozy zakładają, że na koniec 2012 roku deweloper dysponować będzie gotówką netto (95,5 mln PLN). Naszym zdaniem, aby spółka była efektywna kapitałowo, dług netto powinien wynosić około 430 mln PLN (LTV = 60% dla projektów mieszkaniowych w toku). W 2011 roku okaże się, ile z posiadanej nadwyżki płynności Dom Development będzie w stanie zainwestować w rozwój. Jeśli perspektywy rozwoju będą ograniczone, realnym scenariuszem jest wypłata wyższych dywidend. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Albo rozwój, albo większa dywidenda

Dom Development, na tle branży naturalnie finansującej się długiem, posiada dużą nadpłynność. Widzimy dwie drogi ograniczenia nadpłynności - rozwój poprzez wejście na rynki nowych miast (większy wzrost przychodów w 2013 roku, możliwość finansowania nawet ponad 1,5 mld PLN rocznych przychodów) lub/i wypłata wyższych dywidend (stopa dywidendy nawet > 10%). Z uwagi na sporą konkurencję na rozdrobnionym rynku, uważamy, że scenariusz dywidendowy jest bardziej prawdopodobny. Decyzji w sprawie likwidacji nadpłynności spodziewamy się w II połowie 2011 roku.

Sprzedaż mieszkań wzrośnie w 2011 roku

Oczekujemy istotnej poprawy wyników sprzedaży Dom Development w 2011 roku, co związane jest z powiększaniem się oferty mieszkań dewelopera. Inwestycje Dom Development są dobrze zdywersyfikowane, co oznacza, że ryzyko wewnętrznej konkurencji projektów dewelopera jest niewielkie. Szacujemy, że w 2011 roku deweloper sprzeda 2086 lokali, co oznacza, że średnia kwartalna sprzedaż przekroczy 500 mieszkań. Już w Q1 2011 liczymy na ponad 450 sprzedanych lokali.

Od Q3 2010 oddania mieszkań w nowych inwestycjach

Wyniki finansowe dewelopera w H1 2011 będą słabe, co związane jest z niewielką ilością lokali pozostałych do przekazania i wstrzymaniem rozpoczynania nowych projektów w H2 2008 i H1 2009. Q1 2011 może nawet zaprezentować nieznaczny stratę netto. Znaczna poprawa wyników czeka nas jednak od Q3 2011, wraz z rozpoczęciem przekazywania klientom mieszkań w nowych projektach deweloperskich. W zasadzie cały wynik netto 2011 roku powinien być wygenerowany w II półroczu. Marże wygenerowane na nowych projektach powinny być bardzo dobre, co związane jest ze spadkiem kosztów budowy, przekraczającym spadek cen lokali.

Wejście na rynek nowych miast

Sądzymy, że w 2011 roku Dom Development pojawi się na rynkach dwóch nowych miast Polski. Na pewno będzie to Wrocław, gdzie na przełomie Q1 i Q2 2011 spółka rozpocznie realizację inwestycji Oaza. Uważamy, że Dom Development, zgodnie ze strategią intensyfikacji działalności, nie poprzestanie na jednym projekcie we Wrocławiu. Poza tym, spółka może pojawić się na rynku innego dużego miasta Polski (Kraków, Poznań lub Trójmiasto).



GTC (Trzymaj)

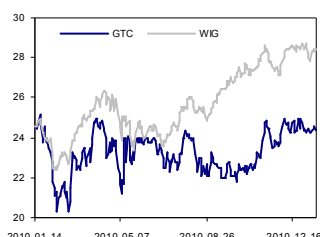
Cena bieżąca: 24,35 PLN

Cena docelowa: 23,9 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-05

(mIn EUR)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	156,4	193,0	23,4%	188,2	-2,5%	205,4	9,2%	Liczba akcji (mln)	219,4
EBITDA	-121,7	274,0		312,7	14,1%	315,7	1,0%	MC (cena bieżąca)	5 341,7
marża EBITDA	-77,8%	141,9%		166,2%		153,7%		EV (cena bieżąca)	10 776,0
EBIT	-122,1	273,6		312,3	14,2%	315,3	1,0%	Free float	43,4%
Zysk netto	-125,2	184,3		175,3	-4,9%	182,9	4,3%		
P/E		7,5		7,8		7,5		Zmiana ceny: 1m	-1,6%
P/CE		7,4		7,8		7,5		Zmiana ceny: 6m	5,0%
P/BV	1,4	1,2		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	-2,2%
EV/EBITDA		9,6		8,9		8,9		Max (52 tyg.)	25,2
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	20,3



Sytuacja na rynku nieruchomości komercyjnych powoli się poprawia. Rośnie liczba transakcji, popyt na nową powierzchnię, stawki ofertowe czynszów. W przypadku GTC, znaczenie ma również postępujący najem nowych obiektów i zakończenie wakacji czynszowych w nowo oddanych inwestycjach. Czynnikiem ryzyka pozostają relatywnie wysokie czynsze w wybranych obiektach, znajdujących się w portfelu dewelopera. Czynsze te w wybranych przypadkach są nawet o 10-20% wyższe, niż obecne czynsze ofertowe na rynku. Oczekiwany spadek stóp kapitalizacji będzie więc częściowo równoważony możliwą erozją czynszów w wybranych obiektach z portfela nieruchomości (np. Platinium 1 i 2, umowy najmu kończą się w 2013 roku). Szansą dla dewelopera są za to nowe inwestycje, tak planowane, jak i gotowe. Wybrane zakończone inwestycje GTC, gdzie poziom najmu jest bardzo niski, są wycenione wyjątkowo konserwatywnie (poniżej kosztów budowy). Liczymy, że rok 2011 przyniesie wzrost najmu powierzchni w tych inwestycjach i wzrost wyceny. Podsumowując, uważamy, że wycena nieruchomości GTC będzie rosła w przyszłych latach, jednak jest to już uwzględnione w cenie rynkowej akcji dewelopera. Spółka jest wyceniona po P/BV Q3 2010 = 1,35. Dostrzegając bardziej atrakcyjne spółki w sektorze, podtrzymujemy rekomendację neutralną. W najbliższym czasie przedstawimy zaktualizowane prognozy wyników GTC i wycenę.

Szanse i ryzyka w segmencie biurowym

Poziom najmu biur oddanych do użytku w Katowicach, Łodzi i Bratysławie wyniósł na koniec Q3 5-30%. Ich wycena na Q3 2010 jest znacznie niższa, niż poniesione koszty i jest w naszej opinii bardzo ostrożna. Wzrost poziomu najmu przełoży się na znaczne przeszacowanie wartości tych inwestycji, co powinno nastąpić w 2011 roku. Popyt na powierzchnię biurową ponownie rośnie, co zauważalne jest szczególnie w Warszawie. Będący w budowie Platinium 4 jest już w całości wynajęty, zaś Platinium 5 w połowie. W związku z tym zakładamy, że w przypadku obu budynków Platinium część marży deweloperskiej zostanie rozpoznana już na koniec 2010 r. Pozytywnie oceniamy też perspektywy innych rynków regionalnych w kraju. Czynnikiem ryzyka pozostaje zaś zauważalnie wyższy niż rynkowy poziom czynszów najmu w wybranych nieruchomościach z portfela obiektów biurowych. Czynsze w tych projektach mogą w dłuższym terminie pozostawać pod presją (spadek w momencie przedłużania umów najmu).

Nowe galerie handlowe GTC

W segmencie handlowym GTC postawił głównie na inwestycje w regionie SEE, w miastach z 100-300 tys. mieszkańców, a także na budowę nowej galerii handlowej w Warszawie. Niestety, popyt na powierzchnię handlową w mniejszych miastach regionu SEE, w tym w Rumunii, nadal pozostaje ograniczony. Z drugiej strony, na tle inwestycji rumuńskich, przyzwoitym poziomem najmu wyróżniają się inwestycje w galeriach Osijek i Burgas, które dotychczas były prezentowane w koszcie budowy. Optymistyczni pozostajemy w przypadku inwestycji na warszawskim Wilanowie.

Plany w segmencie mieszkaniowym

Z powodu bardzo słabych wyników w segmencie mieszkaniowym, działalność mieszkaniowa na wybranych rynkach (np. Rumunia) może być w przyszłości wygaszana. Z nowych inwestycji GTC realizuje obecnie kolejny etap inwestycji Konstancja w Konstancinie k/ Warszawy. Pod koniec 2011 roku mogą rozpocząć się też nowe inwestycje w czeskiej Pradze. Segment mieszkaniowy ma nadal bardzo ograniczony wpływ na wyniki finansowe i wycenę GTC.



J.W. Construction (Akumuluj)

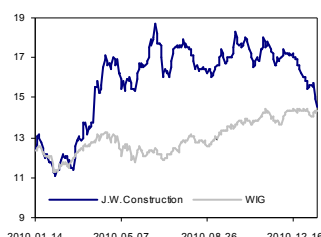
Cena bieżąca: 14,5 PLN

Cena docelowa: 16,3 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	713,3	620,6	-13,0%	528,3	-14,9%	368,8	-30,2%	Liczba akcji (mln)	54,1
EBITDA	152,9	159,9	4,6%	153,0	-4,3%	142,3	-7,0%	MC (cena bieżąca)	784,1
marża EBITDA	21,4%	25,8%		29,0%		38,6%		EV (cena bieżąca)	1 121,6
EBIT	138,9	147,3	6,1%	136,2	-7,6%	125,4	-7,9%	Free float	38,7%
Zysk netto	100,4	95,4	-4,9%	96,4	1,0%	73,6	-23,7%		
P/E	7,8	8,2		8,1		10,7		Zmiana ceny: 1m	-14,7%
P/CE	6,9	7,3		6,9		8,7		Zmiana ceny: 6m	-17,7%
P/BV	1,9	1,5		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	9,8%
EV/EBITDA	8,9	7,7		7,3		10,4		Max (52 tyg.)	18,7
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	11,1



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

Czy w 2011 roku J.W. może przeinwestować?

Główny akcjonariusz spółki informuje, że firma rozważa realizację projektu na warszawskiej Woli o wartości 1,5 mld PLN. Sądzymy, że jest to wycena projektu w cenach sprzedaży powierzchni. Zakładając, że inwestycja przyniesie 25% marży brutto i udział gruntu w koszcie budowy to 17,5%, z realizacją inwestycji mógłby być związany zakup gruntu za aż 210 mln PLN. Tak duża inwestycja mogłaby istotnie ograniczyć możliwości rozpoczynania nowych projektów lub generować ryzyko emisji akcji / obligacji zamiennych. Zakup gruntu powodowałby wzrost LTV spółki na koniec 2012 roku z 58,5% do 78,5%.

Rok 2011 pod znakiem wejścia w nowe segmenty i na rynki nowych miast

Historycznie, działalność J.W. Construction koncentrowała się na segmencie mieszkaniowym rynku warszawskiego. Kryzys finansowy wpłynął na zmianę strategii dewelopera. Obecnie, J.W. dąży do dywersyfikacji, tak na zasadzie realizacji inwestycji w segmencie komercyjnym, jak i inwestycji mieszkaniowych na rynkach innych miast. Z wejściem w nowe segmenty i na nowe rynki wiąże się ryzyko efektywności i rozpoznawalności. Naturalne jest, że na rynkach, na których marka spółki nie jest znana, mieszkania sprzedają się wolniej.

Przyczyny opóźnień realizacji inwestycji J.W. Construction

Widzimy trzy przyczyny opóźnień w oddawaniu lokali w starych i nowych inwestycjach. Opóźniający się spływ gotówki ze starych inwestycji utrudnia sfinansowanie nowych projektów. J.W. w ofercie posiadało na koniec Q3 2010 1,5 tys. gotowych lokali. Jest to zdecydowanie więcej, niż w ofercie posiadają konkurenci. Duża oferta powoduje, że rozpoczęcie nowych etapów w ramach danych projektów mija się z celem (nie poprawiłoby to sprzedaży). Istotne są również przyczyny administracyjne. J.W. kupowało grunty tanio, co pozytywnie wpływa na marżę. Grunty te jednak często wymagają dłuższej ścieżki administracyjnej, związanej z pozyskiwaniem warunków zabudowy, czy pozwolenia na budowę.

Co dalej z TBS?

Nie można wykluczyć, że w 2011 roku zostanie uchwalona ustawa, pozwalając na wykup mieszkań w TBS po cenach rynkowych. Ustawa taka mogłaby pozytywnie oddziaływać na wycenę i prognozy wyników dewelopera. Mieszkania TBS znajdują się w bilansie J.W. Construction w cenie kosztów budowy.



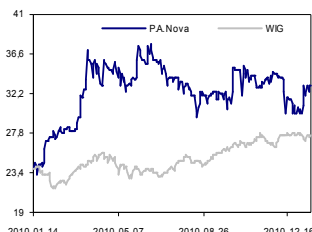
P.A. Nova (Kupuj)

Cena bieżąca: 32,98 PLN Cena docelowa: 40,4 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-07

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	157,6	143,2	-9,2%	181,0	26,4%	196,8	8,7%	Liczba akcji (mIn)	10,0
EBITDA	24,4	27,7	13,6%	32,3	16,5%	44,1	36,6%	MC (cena bieżąca)	329,5
marża EBITDA	15,5%	19,4%		17,9%		22,4%		EV (cena bieżąca)	505,8
EBIT	22,5	25,4	13,3%	30,0	18,0%	41,9	39,4%	Free float	38,7%
Zysk netto	18,6	19,5	4,7%	21,0	7,6%	24,8	18,2%		
P/E	14,2	16,9		15,7		13,3		Zmiana ceny: 1m	3,8%
P/CE	12,8	15,1		14,2		12,2		Zmiana ceny: 6m	-2,7%
P/BV	1,6	1,4		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	42,5%
EV/EBITDA	9,9	14,0		15,7		13,9		Max (52 tyg.)	37,7
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	23,1



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

Budowa i najem powierzchni w Kędzierzynie - Koźlu

Inwestycja polegająca na budowie galerii handlowej o powierzchni 22 tys. m² w Kędzierzynie-Koźlu rozpocznie się na przełomie Q1 i Q2 2011. Szacujemy, że na koniec 2011 roku powinien być już gotowy stan surowy galerii. Liczymy także, że na koniec przyszłego roku wynajęta zostanie już przeważająca część powierzchni handlowej obiektu. Galeria zostanie ukończona w Q4 2012. Potencjalna wycena inwestycji powinna przynieść nawet ponad 80 mln PLN zysku.

Pozostałe własne inwestycje deweloperskie PA Nova

W 2011 roku PA Nova rozpocznie także budowę dwóch parków handlowych, w Zamościu i Stalowej Woli. Na koniec 2011 roku inwestycje powinny być już ukończone i pozyskać zdecydowaną większość najemców. Szacujemy, że inwestycja polegająca na budowie galerii handlowej w Jaworznie rozpocznie się na początku roku 2012, niemniej, w roku 2011 PA Nova może pozyskać pozwolenie na budowę i część najemców.

Szansa na nowe kontrakty zewnętrzne

Większość dużych sieci handlowych w Polsce posiada ambitne plany inwestycyjne. Istnieje szansa, że w 2011 roku PA Nova pozyska więcej kontraktów na zewnętrzne usługi dewelopersko-budowlane, niż zakłada nasza prognoza. Pozytywny wpływ na możliwość realizacji zewnętrznych powinien mieć efekt wyborów samorządowych. Po wyborach, które miały miejsce w H2 2010, uchwalenie planów zagospodarowania i rozpoczęcie budowy obiektów komercyjnych realizowanych dla sieci handlowych jest łatwiejsze.

Wycena Galerii Sanowa w połowie 2011 roku

PA Nova rozważa wycenę Galerii Sanowa w połowie 2011 roku. Galeria została otwarta w październiku 2010. Tak późną wycenę galerii spółka tłumaczy chęcią ustalenia, jakie czynsze faktycznie generuje powierzchnia, która została wynajęta H&M i Kauflandowi w oparciu o czynsz od obrotu. Szacujemy, że wycena Galerii Sanowa powinna przynieść zysk w wysokości około 50 mln PLN.

Możliwość zakupu nowych projektów deweloperskich

W 2011 roku PA Nova może nabyć kolejne grunty przeznaczone na realizację własnych projektów deweloperskich. Ujęcie tych projektów w wycenie powinno pozytywnie wpływać na wycenę spółki.



Polnord (Kupuj)

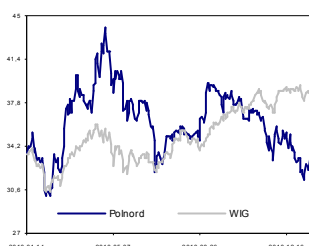
Cena bieżąca: 33,3 PLN

Cena docelowa: 43,5 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-07

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	221,3	189,7	-14,3%	352,9	86,0%	403,4	14,3%	Liczba akcji (mln)	22,1
EBITDA	106,9	36,8	-65,6%	91,2	148,1%	143,5	57,3%	MC (cena bieżąca)	736,3
marża EBITDA	48,3%	19,4%		25,9%		35,6%		EV (cena bieżąca)	1 438,1
EBIT	104,9	34,8	-66,9%	89,1	156,3%	141,4	58,7%	Free float	50,5%
Zysk netto	63,6	48,3	-24,0%	58,9	21,8%	114,1	93,7%		
P/E	11,6	15,2		12,5		7,3		Zmiana ceny: 1m	-5,8%
P/CE	11,2	14,6		12,1		7,2		Zmiana ceny: 6m	-3,9%
P/BV	0,7	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-2,5%
EV/EBITDA	13,0	39,8		15,8		9,0		Max (52 tyg.)	44,0
Dyid (%)	2,6	2,6		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	30,1



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

Struktura oferty mieszkań ulegnie poprawie

Wyniki sprzedaży mieszkań w Polnordzie w 2010 roku nie zachwyciły co związane jest ze strukturą oferty dewelopera. Polnord oferuje dużą liczbę gotowych, dużych lokali na Wilanowie. Z uwagi na wysoką cenę, mieszkania te sprzedawały się słabo. Poza tym, spółka posiada ofertę mieszkań mniejszych, w tym tych o standardzie popularnym. Ich sprzedaż jest umiarkowana, gdyż tylko w dużych miastach klient jest gotów na zakup „dziury w ziemi”. Oczekujemy, że w 2011 roku wyniki sprzedaży mieszkań będą się poprawiać, z uwagi na wyczerpywanie się oferty dużych lokali na Wilanowie i postęp prac budowlanych w przypadku nowych projektów. Zakładamy, że w 2011 roku Polnord sprzeda 1325 lokali, co znaczy, że miesięcznie deweloper powinien sprzedawać ponad 100 lokali.

Petrolinvest a Polnord

Główny akcjonariusz Polnordu, Prokom Investments, posiada udziały w Petrolinvest i Bioton. Przed niekorzystnymi transakcjami z podmiotami powiązanymi, akcjonariuszy Polnordu broni umowa o emisję obligacji zamiennych (konieczna zgoda właścicieli papierów na transakcję). Jedynym punktem ryzyka jest to, że Prokom gwarantuje kredyty Petrolinvest na kwotę 68,7 mln USD. Zabezpieczeniem gwarancji mogą być m.in. walory Polnordu, będące w posiadaniu Prokomu. Rok 2011 powinien przynieść rozwiązanie w kwestii przyszłości Petrolinvestu. W efekcie, ryzyko ewentualnej podaży akcji Polnordu powinno zostać w 2011 roku zamknięte (ryzyko zmaterializuje się, negatywnie infekując kurs dewelopera, bądź nie).

Szansa na odszkodowanie za drogi na Wilanowie w połowie 2011 roku

Polnord przekazał miastu Warszawa grunty pod drogi, zgodnie z ustawą o gospodarce nieruchomościami. Niestety, do tej pory spółka nie otrzymała odszkodowania. Wyrok sądowy, powołujący odmowę wypłaty odszkodowania do czasu pozyskania pozwolenia na budowę dróg, to wiadomość pozytywna. Widzimy dwie alternatywy - proces sądowy w sprawie pozyskania odszkodowania lub porozumienie polubowne. W przypadku porozumienia polubownego, które jest naszym zdaniem bardziej prawdopodobne, Polnord mógłby otrzymać część odszkodowania, ok. 70 mln PLN, w połowie 2011 roku.

W H2 2011 rozpocznie się realizacja CH na Wilanowie

W Q3 2011 powinna rozpocząć się budowa centrum handlowego na Wilanowie. Inwestycja realizowana jest wspólnie z GTC i potencjalnie może okazać się najbardziej rentownym projektem deweloperskim GTC. Z uwagi na brak sukcesu pierwotnej oferty akcji AFI, nie zakładamy, aby inny deweloper mógł rozpocząć budowę centrum handlowego na Wilanowie przed Polnordem i GTC.



Robyg (Kupuj)

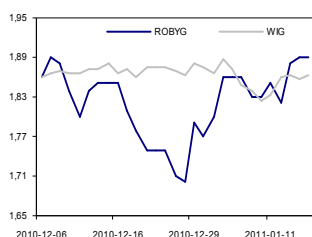
Cena bieżąca: 1,89 PLN

Cena docelowa: 2,59 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-07

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	102,0	279,4	174,0%	234,7	-16,0%	597,1	154,5%	Liczba akcji (mIn)	257,4
EBITDA	8,8	52,7	499,4%	50,7	-3,7%	150,1	196,0%	MC (cena bieżąca)	486,5
marża EBITDA	8,6%	18,8%		21,6%		25,1%		EV (cena bieżąca)	812,6
EBIT	8,0	51,9	544,4%	49,8	-4,0%	149,2	199,7%	Free float	16,5%
Zysk netto	6,3	31,0	393,2%	35,7	15,4%	100,0	180,0%		
P/E	65,8	15,7		13,6		4,9		Zmiana ceny: 1m	2,2%
P/CE	58,9	15,3		13,3		4,8		Zmiana ceny: 6m	
P/BV	1,6	1,2		1,2		1,0		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	114,2	16,3		16,0		4,8		Max (52 tyg.)	1,9
Dyid (%)	0,0	0,0		2,2		2,6		Min (52 tyg.)	1,7



Robyg zgodnie z zapowiedziami realizuje program inwestycyjny, co znajdzie odzwierciedlenie w poprawie wyników sprzedaży w 2011 roku i bardzo dobrych wynikach finansowych w roku 2012. Wyniki sprzedaży w II połowie roku nie są tak wysokie, jak zakładaliśmy, niemniej, nie ma to dużego wpływu na prognozy, gdyż tempo przekazywania mieszkań klientom przyjęliśmy na bardzo konserwatywnym poziomie. Z pozytywnych tendencji, jakie miały miejsce od czasu IPO, możemy wymienić zmianę planu zagospodarowania gruntu w Gdańsku przy ul. Jabłoniowej. Pierwotnie plany zagospodarowania przestrzeni zakładały możliwość wybudowania na gruncie 160 tys. PUM, obecnie jest to aż 250 tys. Zmiana planów zagospodarowania może pozwolić na dodatkowy zysk z wyceny gruntu w 2011 roku. Dostrzegamy szereg atutów spółki na tle konkurencji, m.in. bardzo dobrze przygotowany program inwestycyjny i atrakcyjną ofertę mieszkaniową. Cena docelowa 2,59 PLN na akcję implikuje potencjał wzrostu kursu spółki o prawie 40%. Rekomendujemy kupno walorów Robyga. Zwracamy uwagę na bardzo atrakcyjne P/E 2012 = 4,9.

Poprawa sprzedaży mieszkań w 2011 roku

Robyg w II półroczu 2010 sprzedał 255 lokali, czyli 542 w całym 2010 roku. Jest to mniej, niż zakładaliśmy (ponad 600). Częściowo niższa sprzedaż związana jest z późniejszym niż zakładane wprowadzeniem do sprzedaży inwestycji Marina Tower w Gdańsku. Sprzedaż mieszkań rozpocznie się na początku następnego roku. Zakładamy, że 2011 rok przyniesie zdecydowaną poprawę wyników sprzedaży. Sprzyjać temu będzie rozpoczęcie kolejnych etapów inwestycji warszawskich oraz postęp prac budowlanych w przypadku inwestycji w Gdańsku. W 2011 roku rozpoznawalność Robyga na rynku trójmiejskim powinna istotnie wzrosnąć, co przełoży się pozytywnie na wyniki sprzedażowe dewelopera. Liczymy, że w 2011 roku Robyg będzie w stanie sprzedać ponad 1 tys. lokali.

Coraz bliżej rekordowe wyniki 2012 roku

Wraz z upływem czasu, Robyg będzie zbliżał się do rekordowych wyników finansowych, które spółka zgodnie z naszymi prognozami wygeneruje w 2012 roku. Wskaźnik P/E na rok 2012 dla Robyga jest najniższy na tle sektora.

Szansa na korzystne zakupy gruntów

Robyg w 2011 roku, w oparciu o środki pozyskane z emisji akcji, dokona zakupu nowych gruntów w Warszawie. Grunty te zapewnią ciągłość inwestycji dewelopera w Stolicy. W przypadku korzystnych cen zakupu gruntów, istnieje szansa, że marże spółki w 2013 roku będą wyższe, niż zakładają nasze prognozy.

Korzystna zmiana planu zagospodarowania

Miała miejsce korzystna zmiana planu zagospodarowania w przypadku gruntu Robyga w Gdańsku przy ul. Jabłoniowej. Pierwotnie plan przewidywał możliwość budowy 160 tys. PUM na gruncie o powierzchni 410,4 tys. m². Obecnie, w oparciu o nowy plan, na gruncie można wybudować nawet 250 tys. PUM. Wyższe zagęszczenie zabudowy może pozytywnie wpływać na przyszłe wyniki finansowe dewelopera. Nie można wykluczyć pozytywnej wyceny gruntu w 2011 roku (2/3 działki to nieruchomości inwestycyjna).

Handel

- W handlu detalicznym odzieży i obuwia dodatnie dynamiki LFL będą wynikały z poprawy koniunktury oraz z niskiej bazy 2010.
- Spółki odzieżowe odczują wzrost cen zakupów ze strony cen surowców i kosztów pracy w Chinach. Część przerzuci ten wzrost na ostatecznego konsumenta dzięki swojej silnej pozycji rynkowej i taniej ofercie (lider w obuwiu NG2 oraz dyskontowy Redan) a część będzie odczuwała presję na marże (LPP, Vistula). Ceny surowców (złoto, srebro) wpłyną na wyniki branży jubilerskiej (Vistula).
- Najlepiej na rynku będą radziły sobie spółki o zrestrukturyzowanym lub niskim zadłużeniu oraz ze zrestrukturyzowaną siecią sprzedaży (LPP, NG2, Redan, Gino Rossi).
- Na rynku FMCG spodziewamy się dalszej konsolidacji. Po zakupie Tradis przez Eurocash największe transakcje będą miały miejsce już poza rynkiem publicznym.
- Detaliści i dystrybutorzy z sektora FMCG będą odczuwali presję ze strony sieci dyskontowych. Dobrze będą sobie radziły spółki niezadłużone i dobrze zarządzające kapitałem obrotowym (Eurocash, Emperia, EKO).
- Wznawiamy wydawanie rekomendacji na Eurocash od akumuluj, podtrzymujemy rekomendację akumuluj LPP, trzymaj NG2 i ze względu na ryzyko nowej emisji i wysokie zadłużenie redukuj Vistulę.

Spółki handlowe zapowiadały już dobre wyniki w 2011. W sektorze odzieży i obuwia spodziewamy się dodatniej dynamiki na sprzedaży w salonach porównywalnych. Wzrosty LFL będą wynikały z lepszej koniunktury, czyli wzrostu wydatków konsumentów oraz z efektu niskiej bazy. Dwucyfrowe ujemne dynamiki LFL w branży przypadły w szczególności w 2H 2009 i 1H 2010, dlatego 1H 2011 powinna być lepsza dzięki słabej 1H 2010. Przy w miarę stabilnych kursach walutowych na rentowność będą wpływały ceny surowców, w tym bawełny, złota, srebra oraz koszty pracy na Dalekim Wschodzie (LPP, NG2, Vistula). W tak konkurencyjnym segmencie przerzucenie ceny zakupu na ostatecznego klienta będzie trudne i nie spodziewamy się wzrostów marży brutto na sprzedaży. Większość spółek z branży wykorzystała słaby okres 2009-2010 na restrukturyzację sieci sprzedaży poprzez zamykanie nierentownych lokalizacji oraz cięcie kosztów. Przy lepszej sprzedaży w 2011 powinno to wpłynąć na zwiększenie poziomów marży operacyjnej mimo wspomnianej presji na rentowność brutto na sprzedaży.

W 2011 spółki zwolnią z ekspansją, co wynika z mniejszej podaży nowych powierzchni handlowych. Mimo to średnio wzrost powierzchni r/r będzie się kształtował na poziomie dwucyfrowym. LPP zapowiada zwiększenie powierzchni sprzedaży do około 15%, nakłady na sieć mają wynieść 60-65 mln PLN. AmRest planuje w 2011 wydać 300 mln PLN na nowe lokalizacje i inwestycje odtworzeniowe. Spółka zamierza otworzyć ich około 100, w tym głównie w Polsce i w Czechach. Redan szacuje, że w Polsce jest miejsce na 500-600 sklepów sieci dyskontowej Textilmarket, których obecnie spółka ma 200. Zarząd twierdzi, że docelowy poziom sklepów osiągnie w 5-6 lat, co oznacza średnio około 20% wzrost sieci rocznie. Bytom zamierza zwiększyć w 2011 liczbę placówek z 60 do 80, o ponad 30%. Na powiększenie sieci spółka przeznaczy około 12 mln PLN. EKO holding planuje 300 sklepów na koniec 2011, wzrost o 13% r/r.

W 2011 na rynku będzie dalej postępowała konsolidacja. Największe transakcje fuzji i przejęć będą dotyczyły segmentu FMCG, spodziewana jest tutaj sprzedaż lub IPO Żabki, zapowiadana od jakiegoś czasu sprzedaż Bomi. W segmencie FMCG po ogłoszonej już transakcji zakupu Tradis przez Eurocash można czekać na kolejny krok Emperii, która gotówkę wykorzysta na przejęcia lub wypłaci akcjonariuszom. Strategia spółki ma zostać przedstawiona w marcu. W sektorze odzieży i obuwia dojdzie do sprzedaży lub IPO spółki zależnej Gino Rossi—Simple.

Podsumowując branżę handlową w 2011 spodziewamy się dwucyfrowych wzrostów sprzedaży r/r i poprawy rentowności operacyjnej zarówno w sektorze odzieżowym jak i FMCG. Lepiej będą radziły sobie spółki ze zrestrukturyzowaną siecią i kosztami, które nie mają znacznego zadłużenia. W sektorze FMCG agresywnie inwestujące w rozwój największe sieci detaliczne (Biedronka, Tesco, Carrefour, Piotr i Paweł) będą wywierały presję na marże brutto na sprzedaży. W długim okresie lepsze wyniki będą miały spółki z dobrze zarządzanym kapitałem obrotowym.



Eurocash (Akumuluj)

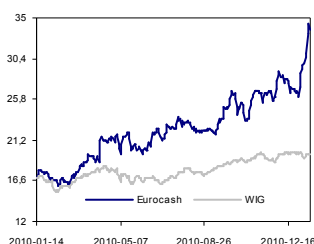
Cena bieżąca: 33,7 PLN

Cena docelowa: 37,4 PLN

Analitik: Gabriela Borowska

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-17

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	6 698,3	7 834,2	17,0%	13 895,0	77,4%	15 455,3	11,2%	Liczba akcji (mln)	147,6
EBITDA	194,5	236,5	21,6%	411,0	73,8%	521,5	26,9%	MC (cena bieżąca)	4 974,7
marża EBITDA	2,9%	3,0%		3,0%		3,4%		EV (cena bieżąca)	5 466,8
EBIT	145,2	176,8	21,8%	319,6	80,8%	422,4	32,2%	Free float	48,5%
Zysk netto	102,5	131,3	28,1%	202,0	53,8%	287,8	42,5%		
P/E	44,3	35,0		24,6		18,6		Zmiana ceny: 1m	20,4%
P/CE	29,9	24,1		17,0		13,8		Zmiana ceny: 6m	41,0%
P/BV	12,4	10,0		4,6		4,2		Zmiana ceny: 12m	90,4%
EV/EBITDA	22,5	20,0		13,3		10,6		Max (52 tyg.)	34,4
Dyid (%)	0,9	1,1		1,3		1,9		Min (52 tyg.)	16,0



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

Nabycie Tradis i synergie

Nabycie Tradis powinno dodać rocznie około 110 mln PLN do EBITDA. Dodatkowo spółka oczekuje efektów synergii w postaci lepszych cen zakupu (około 70 mln PLN rocznie) i na kosztach logistyki (około 60 mln PLN). Na restrukturyzacji kapitału obrotowego, w tym przede wszystkim zobowiązań, dodatkowe wpływy gotówkowe szacowane są na 130 mln PLN. Razem z Tradis nabyte zostały nieruchomości (centra dystrybucyjne) ze sprzedaży, których Eurocash chce uzyskać około 100 mln PLN.

Brak nowych transakcji na horyzoncie

W segmentach hurtu tradycyjnego i aktywnej dystrybucji spodziewamy się stabilnych wzrostów i utrzymania rentowności. Nabyte w 2010 spółki dystrybucyjne CEDC wymagają reorganizacji, co w połączeniu z akwizycją Tradis wymaga wystarczająco dużo pracy, żeby spółka odsunęła na razie plany nowych zakupów. Nowe przejęcia będą jednak niezbędne do wykonania zapowiedzi Zarządu w postaci 20 mld PLN przychodów w 2015.

Cel Zarządu 20 mld PLN w 2015

Zarząd planuje, że w ciągu maksymalnie trzech lat Eurocash będzie osiągał 20 mld PLN przychodów ze sprzedaży. W naszych prognozach nie uwzględniamy przejść innych niż już zrealizowane i dlatego nasze prognozy są niższe. Uważamy jednak, że spółka, która w segmencie FMCG chce pozostać jednym z liderów musi inwestować w wolumeny i konsolidować rynek. Eurocash jak dotąd konsekwentnie realizuje tę strategię, po przejściu dystrybucyjnego segmentu udział w rynku Eurocash wzrośnie do około 17%.

Premia w wycenie

Eurocash jest liderem generującym najwyższe spośród spółek z branży z GPW operacyjne przepływy gotówkowe. Spółka ma niskie nakłady inwestycyjne, które jest w stanie sfinansować kapitałem obrotowym i amortyzacją, wypłaca dywidendę i najaktywniej z sektora uczestniczy w konsolidacji rynku. Naszym zdaniem to oraz polityka szybkiego spłacania kredytów jest wystarczającym powodem do premii rynkowej. Obecna wycena to PE 18,6x na 2012 i PE 15,0x na 2013 (uwzględnia pełną konsolidację nabytych spółek) to odpowiednio 38% i 22% premii do zagranicznych spółek z sektora. Spółki notowane na GPW są zwykle wyceniane z premią do rynku zagranicznego (w segmencie detalicznym około 30% wyżej).



LPP (Akumuluj)

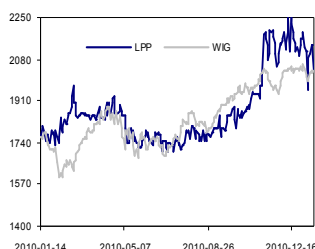
Cena bieżąca: 2032 PLN

Cena docelowa: 2300 PLN

Analitik: Gabriela Borowska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-03

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 003,1	2 062,3	3,0%	2 393,8	16,1%	2 756,4	15,1%	Liczba akcji (mln)	1,8
EBITDA	277,4	311,4	12,3%	398,1	27,8%	448,5	12,7%	MC (cena bieżąca)	3 556,6
marża EBITDA	13,8%	15,1%		16,6%		16,3%		EV (cena bieżąca)	3 706,6
EBIT	181,3	215,8	19,1%	292,9	35,7%	340,0	16,1%	Free float	39,5%
Zysk netto	104,7	154,5	47,5%	217,4	40,8%	258,2	18,7%		
P/E	33,5	23,0		16,4		13,8		Zmiana ceny: 1m	-9,9%
P/CE	17,5	14,2		11,0		9,7		Zmiana ceny: 6m	18,7%
P/BV	5,1	5,3		4,7		4,2		Zmiana ceny: 12m	14,2%
EV/EBITDA	13,5	12,2		9,3		8,2		Max (52 tyg.)	2 255,0
Dyid (%)	0,0	2,4		3,5		4,9		Min (52 tyg.)	1 700,0



Akcje LPP wzrosły w 2010 o 32% i obecnie spółka jest wyceniana po PE 16,4x na 2011 i EV/EBITDA 9,3x. Jest to poziom mediany dla spółek z sektora. Nasze prognozy wyniku netto 2011 zakładają wzrost 41% r/r co jest uzasadnione przeprowadzoną restrukturyzacją kosztową i niską bazą sprzedaży z 2009-2010. LPP jest liderem w branży i będzie rozwijała sieć w tempie min. 10% rocznie. Nakłady inwestycyjne w tym roku są pokrywane z amortyzacji. Spółka zrestrukturyzowała koszty (spadek średniego kosztu m2 w 3Q 2010 o 3% r/r i 25% w 3Q 2009) oraz dług (80% długu finansowego jest długoterminowe). Spółka generuje wysokie dodatnie przepływy operacyjne i naszym zdaniem w tym roku również wypłaci dywidendę. Przy pozytywnym scenariuszu na 2011 spółka jest w stanie pobić konsensus zysku netto. Presja na marże wynikająca z cen surowców, w tym bawełny oraz wyższych kosztów pracy importowanych z Chin w 2011 roku będzie dotyczyła wszystkich detalistów. Dlatego spodziewamy się poziomów rentowności brutto na sprzedaży bardziej zbliżonych do 2010 (55-56%) niż do poziomów historycznych (59%). Mimo to LPP dzięki zrestrukturyzowanej sieci wypracuje dwucyfrową dynamikę zysku netto. Rekomendujemy akumuluj z ceną docelową 2 300.

Wzrost cen surowców i kosztów pracy na Dalekim Wschodzie

Wzrost cen surowców, w tym głównie bawełny oraz rosnące koszty pracy w Chinach będą wywierały presję na marże brutto na sprzedaży. W przypadku LPP konkurencja na rynku odzieżowym jest duża i przerzucenie wzrostu tych cen na konsumenta będzie utrudnione. Spółka szacuje, że koszty zakupionych towarów będą w tym roku około 8% wyższe. Na ostateczną cenę zakupu decydujący wpływ będzie miał kurs USD. Spodziewamy się marż bardziej zbliżonych do tych z 2010 roku (56%) niż do poziomów średnich historycznych (59%).

Effekt niskiej bazy i dzwignia operacyjna

Spowolnienie w handlu w 2009-2010, wymusiło w LPP restrukturyzację kosztową i uporządkowanie sieci sprzedaży. W tym roku będzie to miało pozytywny wpływ na wyniki spółki. Niska baza sprzedaży wynikająca ze słabego 2009 i 2010 będzie wspierała dynamikę LFL w tym roku. Zgodnie z zapowiedziami Zarządu już pod koniec 2010 spółka przełamała trend spadkowy występujący od siedmiu kwartałów. Dzięki zrestrukturyzowanym kosztom sprzedaży i ogólnego zarządu dodatnie dynamiki LFL będą pozytywnie wpływać na rentowność operacyjną.

Coraz lepsze operacyjne przepływy gotówkowe

Zrestrukturyzowany w 2009 roku magazyn, czyli mniejszy o połowę zapas/m2 pozwoli na generowanie wysokich dodatnich przepływów gotówkowych. W 2010 roku pozwoliło to po raz pierwszy w historii spółki wypłacić dywidendę. Spodziewamy się coraz lepszych generowanych operacyjnych przepływów i dywidendy w 2011.

Inwestycyjne niższe od amortyzacji

LPP zwiększy w 2011 powierzchnię sprzedaży o około 10-15% wydając na ten cel do 65 mln PLN. Wydatki inwestycyjne nawet z uwzględnieniem ewentualnych dodatkowych inwestycji (szacujemy, że spółka wyda dodatkowo około 20 mln PLN) będą niższe od amortyzacji, co przy dodatnich przepływach gotówkowych pozwoli na wypłatę dywidendy.



NG2 (Trzymaj)

Cena bieżąca: 63,3 PLN

Cena docelowa: 62,7 PLN

Analitik: Gabriela Borowska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-03

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	922,4	1 028,4	11,5%	1 199,0	16,6%	1 356,5	13,1%	Liczba akcji (mln)	38,4
EBITDA	126,5	163,0	28,8%	213,2	30,8%	252,6	18,5%	MC (cena bieżąca)	2 430,7
marża EBITDA	13,7%	15,8%		17,8%		18,6%		EV (cena bieżąca)	2 510,9
EBIT	108,2	141,4	30,7%	189,1	33,7%	222,7	17,7%	Free float	31,1%
Zysk netto	83,5	126,5	51,6%	146,0	15,4%	174,8	19,7%		
P/E	29,1	19,2		16,7		13,9		Zmiana ceny: 1m	1,9%
P/CE	23,9	16,4		14,3		11,9		Zmiana ceny: 6m	15,1%
P/BV	7,1	6,2		5,0		4,5		Zmiana ceny: 12m	22,8%
EV/EBITDA	19,7	15,4		11,8		9,8		Max (52 tyg.)	68,9
Dyid (%)	1,6	1,6		2,4		4,6		Min (52 tyg.)	50,0



NG2 wyceniane jest obecnie po PE 16,7x na 2011 oraz EV/EBITDA 11,8x na 2011, co daje poziom odpowiednio 6% poniżej i 32% powyżej mediany spółek detalicznych z GPW. Zakup obuwi jest inwestycją defensywną, uważamy, że NG2 jest idealnym detalistą na czasy spowolnienia w handlu, natomiast w warunkach sprzyjających zakupom wyniki nie powinny być lepsze niż innych detalistów. Ostatnie wzrosty kursu wynikają naszym zdaniem z bezpośredniego porównania NG2 z LPP, które powinno uwzględniać fakt, że NG2 ma mniejszą dźwignię operacyjną i generuje niższe przepływy gotówkowe. Na korzyść spółki przemawia udział w rynku, który wynosi około 12% a ma w dwa lata zwiększyć się do 20%. Spółka jest liderem w segmencie obuwi i to pozwala jej łatwiej niż konkurentom z branży odzieżowej przerzucać wyższe ceny zakupu towarów na konsumenta. W tym roku spodziewamy się dobrej 1H 2011 ze względu na efekt niskiej bazy. W 2H 2011 spodziewamy się podniesienia cen na kolekcję jesień-zima. W całym roku prognozujemy utrzymanie rentowności brutto na zbliżonym poziomie do 2010, natomiast marża operacyjna powinna być wyższa dzięki uporządkowaniu w 2010 sieci sprzedaży. Nasze prognozy wyniku netto są zbliżone do planów Zarządu na 2011 i do konsensusu rynkowego. Rekomendujemy trzymaj z ceną docelową 62,7 PLN.

Efekt niskiej bazy i wzrosty cen sprzedaży

Niska baza sprzedaży/m2 z 2010 oraz planowane wzrosty cen sprzedaży pozytywnie wpłyną na LFL. Wyższe ceny zakupu z Chin wywołujące presję na marże będą przenoszone na konsumenta. NG2 jest liderem w sprzedaży obuwi i spośród detalistów z segmentu odzież-obuwie jest naszym zdaniem jedyną spółką, która jest w stanie podnosić ceny bez negatywnego wpływu na wolumeny. Pomaga tu mniejsza konkurencja niż w segmencie odzieżowym.

Cel 20% rynku i lepsza rentowność

Celem spółki jest uzyskanie 20% udziału w rynku w 2012 przy obecnych 12% oraz wzrost rentowności netto. Cel jest sprzedażowo trudny do wykonania, natomiast zapowiadane zyski są zbliżone do naszych prognoz. NG2 planuje w tym roku osiągnąć 20% wzrost zysku netto (do około 150 mln PLN). Porządkowanie sieci przeprowadzone w 2010, czyli likwidacja salonów i zamiana wewnątrz formatów sprzedażowych pozytywnie wpłynie na rentowność w 2011.

Inwestycje w logistykę i IT

Wzrosty sprzedaży będą wspierane przez nowe inwestycje w logistykę i IT. Spodziewamy się, że nowe inwestycje usprawnią zarządzanie towarami, w 2011 nie będzie jeszcze oszczędności z tej inwestycji.

Rozwój sieci i dywidenda

Spółka zamierza współpracować z partnerami franczyzowymi w Rosji i na Ukrainie, czyli na najbardziej atrakcyjnych obecnie dla detalistów rynkach w regionie. Ze względu na ryzyko i doświadczenia z rynku czeskiego, NG2 jest zainteresowane czystym modelem franczyzowym, spółka nie będzie otwierała tam własnych sklepów. Zarząd twierdzi, że pierwsze sklepy franczyzowe w Rosji i na Ukrainie mogą być otwarte do wiosny 2011 roku.

Podaż akcji

Ryzyko podaży akcji ze strony głównego akcjonariusza jest w tym roku odsunięte dzięki umowie lock-up. Docelowo Dariusz Miłek i Leszek Gaczorek, posiadający razem 47,84% akcji oraz 55,21% głosów nie zamierzają schodzić poniżej 50% głosów.



Vistula (Redukuj)

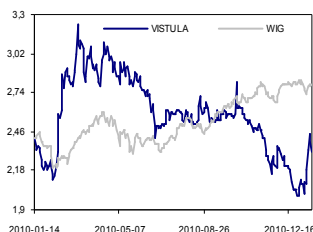
Cena bieżąca: 2,31 PLN

Cena docelowa: 2,1 PLN

Analitik: Gabriela Borowska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-14

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	408,4	359,1	-12,1%	405,2	12,8%	471,5	16,4%	Liczba akcji (mln)	111,6
EBITDA	57,9	44,7	-22,7%	49,6	11,0%	63,5	27,9%	MC (cena bieżąca)	257,7
marża EBITDA	14,2%	12,5%		12,3%		13,5%		EV (cena bieżąca)	483,1
EBIT	40,2	28,8	-28,5%	34,1	18,4%	47,6	39,8%	Free float	40,5%
Zysk netto	16,9	6,1	-64,2%	10,3	70,8%	21,0	102,9%		
P/E	15,3	42,6		24,9		12,3		Zmiana ceny: 1m	5,0%
P/CE	7,5	11,7		9,9		7,0		Zmiana ceny: 6m	-11,8%
P/BV	1,1	0,9		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	-1,7%
EV/EBITDA	8,4	10,7		9,7		7,6		Max (52 tyg.)	3,2
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,0



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

Effekt niskiej bazy i presja na marżę

Spodziewamy się, że trend spadkowy w segmencie odzieżowym i jubilerskim odwróci się w 2011. Spółka obecnie lepiej radzi sobie w sprzedaży odzieży, ze względu na słabą sprzedaż w 2009-2010 spodziewamy się również dodatniej dynamiki LFL w salonach W. Kruk. Na rentowność tak jak w 2010 będą wpływały m.in. rosnące ceny surowców, w tym głównie złota. Spółka zamierza poprawić marżę poprzez podniesienie cen w segmencie jubilerskim, co naszym zdaniem może nie przynieść oczekiwanego rezultatu w warunkach słabej sprzedaży/m2.

Zrestrukturyzowana sieć sprzedaży

Vistula zrestrukturyzowała grupę w 2009-2010 poprzez likwidację nierentownych lokalizacji i spółek zależnych. Z tego powodu spodziewamy się lepszych rentowności na poziomie operacyjnym, jednak spółka zapowiada rozwój sieci i będzie w związku z tym ponosiła koszty sprzedaży.

Rozwój w segmencie jubilerskim

W 2011-2012 Vistula skupi się głównie na rozwoju sieci jubilerskiej W. Kruk. W 2010 ograniczenia inwestycyjne narzucone porozumieniem z bankami nie pozwoliły na znaczne nakłady inwestycyjne. W kolejnych dwóch latach zostanie otwartych około 40 nowych salonów jubilerskich, celem jest posiadanie 100 salonów w 2012. Skupienie się na tej gałęzi działalności jest dobrym rozwiązaniem dla grupy. Spółka jest jednym z trzech głównych podmiotów na rynku jubilerskim w Polsce i powinna inwestować w umacnianie tej pozycji.

Zadłużenie

Na koniec 3Q 2010 dług netto stanowił w spółce 39% pasywów a na koniec 2010 dług netto/EBITDA wyniesie 5x. Vistula musi spłacać kredyty i to może wymusić sprzedaż aktywów nieoperacyjnych lub emisję akcji. Spółka ma nieruchomości na sprzedaż o wartości bilansowej około 20-25 mln PLN, których sprzedaż mogłaby wesprzeć płynność. Przez zadłużenie również znaczna część wyniku operacyjnego będzie pochłonięta przez koszty finansowe.

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.kliscz@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 Strategii inwestycyjnej:

BZ WBK

rekomendacja	Trzymaj
data wydania	2010-09-15
kurs z dnia rekomendacji	215,40
WIG w dniu rekomendacji	44147,39

Handlowy

rekomendacja	Kupuj	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2010-06-02	2010-09-15	2010-10-05
kurs z dnia rekomendacji	75,00	80,25	87,60
WIG w dniu rekomendacji	40931,54	44147,39	45542,07

ING BSK

rekomendacja	Zawieszona	Trzymaj
data wydania	2010-08-04	2010-09-15
kurs z dnia rekomendacji	821,00	800,00
WIG w dniu rekomendacji	43412,75	44147,39

Kredyt Bank

rekomendacja	Trzymaj
data wydania	2010-09-15
kurs z dnia rekomendacji	15,49
WIG w dniu rekomendacji	44147,39

Millennium

rekomendacja	Zawieszona	Trzymaj	Redukuj
data wydania	2010-08-04	2010-09-15	2010-10-05
kurs z dnia rekomendacji	4,68	4,73	5,00
WIG w dniu rekomendacji	43412,75	44147,39	45542,07

Pekao

rekomendacja	Redukuj	Sprzedaj
data wydania	2010-09-15	2010-11-05
kurs z dnia rekomendacji	159,50	190,00
WIG w dniu rekomendacji	44147,39	47066,40

PKO BP

rekomendacja	Akumuluj	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2010-09-15	2010-10-05	2010-11-10
kurs z dnia rekomendacji	40,90	44,99	45,76
WIG w dniu rekomendacji	44147,39	45542,07	47738,65

Lotos

rekomendacja	Sprzedaj	Redukuj	Redukuj
data wydania	2010-08-04	2010-09-03	2010-11-09
kurs z dnia rekomendacji	33,15	30,04	32,75
WIG w dniu rekomendacji	43412,75	42704,39	47254,29

Netia

rekomendacja	Akumuluj	Redukuj	Trzymaj
data wydania	2010-08-10	2010-10-05	2010-11-05
kurs z dnia rekomendacji	4,86	5,70	5,43
WIG w dniu rekomendacji	43185,33	45542,07	47066,40

Cinema City

rekomendacja	Trzymaj
data wydania	2010-07-16
kurs z dnia rekomendacji	39,00
WIG w dniu rekomendacji	41298,45

AB

rekomendacja	Akumuluj	Akumuluj
data wydania	2010-05-06	2010-09-28
kurs z dnia rekomendacji	16,90	20,60
WIG w dniu rekomendacji	41287,90	45017,26

Action

rekomendacja	Akumuluj	Trzymaj	Akumuluj	Redukuj	Trzymaj
data wydania	2010-07-05	2010-08-04	2010-09-03	2010-09-28	2010-11-05
kurs z dnia rekomendacji	17,10	18,47	17,10	19,70	18,40
WIG w dniu rekomendacji	39805,41	43412,75	42704,39	45017,26	47066,40

Asbis

rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2010-05-10	2010-09-28
kurs z dnia rekomendacji	4,65	3,62
WIG w dniu rekomendacji	39923,58	45017,26

Comarch

rekomendacja	Trzymaj	Redukuj	Trzymaj
data wydania	2010-07-05	2010-08-03	2010-09-03
kurs z dnia rekomendacji	81,00	86,35	79,35
WIG w dniu rekomendacji	39805,41	43398,27	42704,39

Komputronik

rekomendacja	Trzymaj
data wydania	2010-09-28
kurs z dnia rekomendacji	10,80
WIG w dniu rekomendacji	45017,26

Sygnity

rekomendacja	Kupuj
data wydania	2010-03-02
kurs z dnia rekomendacji	12,57
WIG w dniu rekomendacji	38986,09

KGHM

rekomendacja	Trzymaj	Redukuj
data wydania	2010-05-27	2010-11-12
kurs z dnia rekomendacji	93,70	136,90
WIG w dniu rekomendacji	40550,33	47287,61

Astarta

rekomendacja	Sprzedaj	Sprzedaj
data wydania	2010-05-11	2010-12-07
kurs z dnia rekomendacji	57,50	84,50
WIG w dniu rekomendacji	41794,35	47348,16

Centrum Klima

rekomendacja	Kupuj	Akumuluj	Trzymaj	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2010-05-06	2010-08-04	2010-09-03	2010-10-20	2010-12-03
kurs z dnia rekomendacji	12,00	13,58	14,83	14,25	16,50
WIG w dniu rekomendacji	41287,90	43412,75	42704,39	45289,74	46481,15

Cersanit

rekomendacja	Trzymaj	Redukuj
data wydania	2010-06-04	2010-10-20
kurs z dnia rekomendacji	14,00	11,43
WIG w dniu rekomendacji	41093,42	45289,74

Famur

rekomendacja	Trzymaj	Redukuj	Trzymaj	Redukuj
data wydania	2010-05-28	2010-09-13	2010-11-24	2010-12-03
kurs z dnia rekomendacji	2,00	2,43	2,36	2,70
WIG w dniu rekomendacji	40956,19	43671,28	45730,96	46481,15

Kernel

rekomendacja	Akumuluj	Kupuj	Akumuluj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2010-08-19	2010-09-08	2010-10-05	2010-11-05	2010-12-07
kurs z dnia rekomendacji	63,20	60,95	66,80	61,55	67,00
WIG w dniu rekomendacji	39684,67	42991,99	45542,07	47066,40	47348,16

Kęty

rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2010-07-06	2010-08-23	2010-10-05	2010-11-03
kurs z dnia rekomendacji	103,00	105,50	114,70	119,00
WIG w dniu rekomendacji	39685,67	42202,91	45542,07	46575,68

Kopex

rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj	Redukuj
data wydania	2010-05-28	2010-09-13	2010-11-24
kurs z dnia rekomendacji	18,90	17,80	16,80
WIG w dniu rekomendacji	40956,19	43671,28	45730,96

Mondi

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2010-06-02	2010-08-13
kurs z dnia rekomendacji	67,90	73,70
WIG w dniu rekomendacji	40931,54	42332,46

Polimex Mostostal

rekomendacja	Kupuj	Redukuj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2010-06-02	2010-07-30	2010-09-03	2010-11-15
kurs z dnia rekomendacji	4,44	4,74	4,44	4,27
WIG w dniu rekomendacji	40931,54	42616,78	42704,39	47493,93

J.W. Construction

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2010-07-09	2011-01-07
kurs z dnia rekomendacji	16,10	15,50
WIG w dniu rekomendacji	40373,98	47075,74

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, Mondy, Neuca, PA Nova, Pemug, Polimex-Mostostal, Robyg, ZUE.

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

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

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.

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.