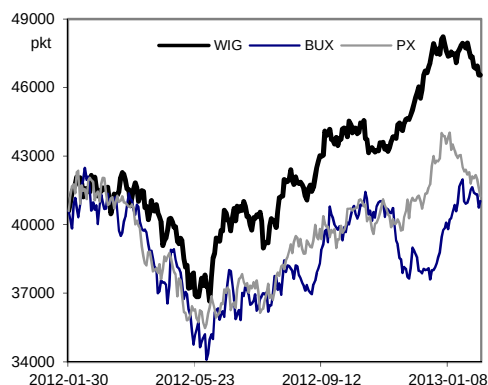




Rynek akcji Makroekonomia

WIG	46 674
Średnie P/E 2013	12,4
Średnie P/E 2014	11,0
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	822 mln PLN

WIG na tle indeksów w regionie



Zespół Analiz:

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

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

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

Piotr Zybala
(48 22) 697 47 01
piotr.zybala@dibre.com.pl

Komentarz makroekonomiczny Makroekonomiści BRE Banku

Przegląd miesięczny Luty 2013

Rynek akcji

W lutym rośnie prawdopodobieństwo korekty (*profit taking*) w USA, na co wskazuje m.in. wysoki poziom optymizmu inwestorów. Nie oczekujemy większej przeceny na GPW, a ewentualne osłabienie na rynku uważamy za dobrą okazję do kupna akcji w dłuższym terminie.

Ze spółek

Finanse. Uwaga inwestorów będzie skupiona na wynikach kwartalnych spółek, które w bankach powinny być przynajmniej zadowalające, jak sugerują opublikowane już rezultaty całego sektora. Nasze kluczowe pozytywne rekomendacje to PKO, BSK, BZW i PEO.

Paliwa. Zarysowujące się już pozytywne tendencje na marżach przerobowych wspierane „dobrymi” danymi o zapasach paliw będą pozytywnym katalizatorem dla rafinerii, szczególnie dla Orlenu który korzysta dodatkowo na mocnym makro w petrochemii.

Energetyka. Załamanie cen uprawnień emisyjnych i spadek notowań energii powinno ciężać przede wszystkim na notowaniach CEZ i PGE. Nadal w takich warunkach preferujemy akcje Tauronu.

Górnictwo i metale. W średnim terminie podtrzymujemy pozytywne nastawienie do wszystkich analizowanych spółek wydobywczych. Od marca sezonowo powinny spadać zapasy miedzi, co będzie nadal wspierało cenę surowca i pozytywnie wpływało na kurs KGHM.

Przemysł. Nadchodzące dwa miesiące wyników sprzyjały notowaniom Apatora (okazja do sprzedaży), Ergis, Fasing, Kernel, Relpol, SecoWarwick. Ujemnej dynamiki rezultatów oczekujemy w Alchemii, Boryszewie, Cognorze, ES-System, Impexmetal, Orzeł Biały, Libet, Kopex, PGO, Ropczycach, Rovese, i Zamet Industry.

Budownictwo. Podtrzymujemy pozytywną ocenę małych i średnich spółek budowlanych. Szczególnie atrakcyjne są naszym zdaniem firmy nie występujące w indeksach giełdowych. Duże spółki budowlane oceniamy neutralnie.

Deweloperzy. Pozytywnie wynikami za Q4 wyróżnią się Echo i P.A. Nova, które jednocześnie są jednymi z silniejszych fundamentalnie w sektorze. Po bardzo dobrych statystykach sprzedaży mieszkań w Q4, pierwsza połowa roku powinna przynieść wyraźne spowolnienie.

Rekomendacje. W raporcie miesięcznym podwyższamy rekomendację dla spółek: ING BSK (Akumuluj), Lotos (Trzymaj), Pekao (Akumuluj), PKO BP (Kupuj), PZU (Akumuluj) oraz obniżamy zalecenie inwestycyjne dla spółek: Elektrobudowa (Redukuj), Kruk (Akumuluj), Ulma CP (Akumuluj).

Spis treści

1. Rynek akcji	3
2. Makroekonomia	6
3. Aktualne rekomendacje DI BRE	8
4. Statystyki rekomendacji	9
5. Banki	10
5.1. BZ WBK	12
5.2. Getin Noble Bank	15
5.3. Handlowy	17
5.4. ING BSK	18
5.5. Millennium	19
5.6. Pekao	21
5.7. PKO BP	22
6. Ubezpieczyciele	24
6.1. PZU	24
7. Usługi finansowe	25
7.1. KRUK	25
8. Paliwa, chemia	26
8.1. Ciech	27
8.2. Lotos	28
8.3. MOL	29
8.4. PGNiG	30
8.5. PKN Orlen	31
8.6. Police	32
8.7. ZA Puławy	33
9. Energetyka	34
9.1. CEZ	35
9.2. Enea	36
9.3. PGE	37
9.4. Tauron	38
10. Górnictwo i metale	39
10.1. JSW	39
10.2. KGHM	40
10.3. LW Bogdanka	41
11. Przemysł	42
11.1. Alchemia	44
11.2. Astarta	45
11.3. Boryszew	46
11.4. Famur	47
11.5. Impexmetal	49
11.6. Kernel	50
11.7. Kęty	52
11.8. Kopex	53
11.9. Rovese	54
12. Budownictwo	55
12.1. Budimex	57
12.2. Elektrobudowa	58
12.3. Erbud	59
12.4. Mostostal Warszawa	60
12.5. Rafako	61
12.6. Ulma Construcción Polska	62
12.7. Unibep	63
12.8. ZUE	64
13. Deweloperzy	65
13.1. BBI Development	67
13.2. Dom Development	68
13.3. Echo Investment	69
13.4. GTC	70
13.5. J.W. Construction	71
13.6. P.A. Nova	72
13.7. Polnord	73
13.8. Robyg	74

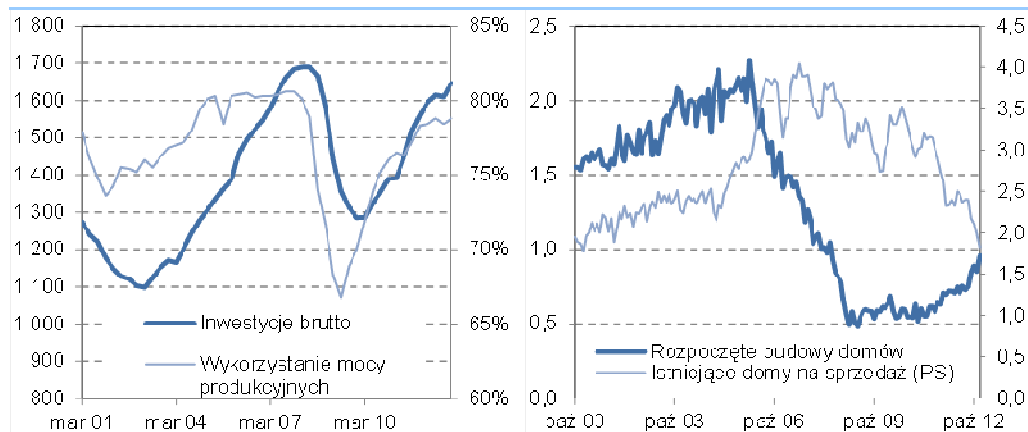
Rynek akcji

Po wzrostowym grudniu, styczeń przyniósł schłodzenie nastrojów na GPW, co zakładaliśmy w naszej strategii miesięcznej. Zaskoczeniem jest dla nas bardzo silne zachowanie się rynku amerykańskiego (S&P500 +5%) pomimo nadal nierozwiązanej kwestii zacieśnienia fiskalnego i limitu zadłużenia. Inwestorom pomogły dobre wyniki spółek za 4Q oraz dobre dane makro z rynku nieruchomości, pracy i ISM. Inwestorzy nie reagowali na dosyć słabe odczyty sentymentu konsumentów oraz dane o PKB za 4Q (częściowo tłumaczy je silny spadek wydatków na obronność). Paradoksalnie w USA utrzymuje się dobry dla rynków finansowych mix. Część danych potwierdza, że gospodarka jest w długoterminowej fazie wzrostowej, co zachęca do kupna akcji i sprzedaży papierów skarbowych. Rozczarowania, towarzyszące poprawiającym się danym, pozwalają oczekiwać, że FED nie wycofa się zbyt szybko ze stymulacji monetarnej, co przynajmniej w krótkim okresie wywołałoby na rynkach przecenę. W Europie sytuacja wydaje się być nadal stabilna. W kontekście sytuacji w polskiej gospodarce, szczególnie pozytywnie należy traktować wzrost wskaźników wyprzedzających (PMI, IFO, ZEW) dla Niemiec. Należy przy tym pamiętać, że obecne spowolnienie w Polsce to również rynek wewnętrzny i dopiero jego odbudowa pozwoli wygenerować silniejszy impuls wzrostowy. Ostatnie wydarzenia i dane makro pozwalają utrzymać pozytywny sentyment inwestorów, co w efekcie będzie wspierać apetyt na ryzykowne aktywa, kosztem odpływu kapitału z papierów dłużnych na rynkach bazowych. W lutym rośnie prawdopodobieństwo korekty (*profit taking*) w USA, na co wskazuje m.in. wysoki poziom optymizmu inwestorów (taki poziom wskaźników zwykle zapowiadał kilkutygodniowe spadki indeksów). Nie oczekujemy większej przeceny na GPW (częściowo dokonała się już w styczniu, podobnie jak w przypadku innych rynków wschodzących). Osłabienie na rynku uważamy za dobrą okazję do kupna akcji w dłuższym terminie.

USA w długoterminowym trendzie wzrostowym

Raportowane w styczniu dane makro z USA (zarówno wskaźniki wyprzedzające jak i twarde dane) potwierdzały trwające ożywienie gospodarcze. Wzrosty agregatów makro widoczne są zarówno w przetwórstwie przemysłowym (zamówienia na dobra trwałe w grudniu +4,6%), budownictwie jak również na rynku pracy (m.in. silna weryfikacja w górę danych o nowych miejscach pracy za listopad i grudzień). Wartość zamówień na dobra trwałe osiągnęła najwyższy poziom od sierpnia 2008, przy czym warto zwrócić uwagę, że dane te dotyczą okresu kiedy przedsiębiorcy nie wiedzieli jeszcze jak zakończą się rozmowy polityków ws. zacieśnienia fiskalnego w 2013 roku (duża niepewność i ryzyko fiaska rozmów). Wysokie odczyty zamówień zapowiadają w przyszłości dalszą poprawę danych o produkcji przemysłowej, które za grudzień jednak nie zachwyciły (+0,3% m/m). Warto jednak zwrócić uwagę, że wykorzystanie mocy produkcyjnych w przemyśle wynosi obecnie 78,8%. Po dobrych zamówieniach dla przemysłu dalszy wzrost produkcji przemysłowej w kolejnych miesiącach oznacza dalszy wzrost wykorzystania mocy i coraz silniejszą presję na wzrost inwestycji.

Wykorzystanie mocy produkcyjnych w przemyśle USA (L) i liczba rozpoczętych budów domów na tle liczby domów wystawionych na sprzedaż (P)



Źródło: Bloomberg

Najlepsze dane z USA dotyczyły rynku nieruchomości, gdzie ma miejsce wyraźne już ożywienie. Liczba rozpoczętych budów domów wzrosła do 0,95 mln (+37% r/r). Jest ona konsekwencją silnego spadku liczby domów wystawionych na sprzedaż (poniżej 2 mln sztuk) i

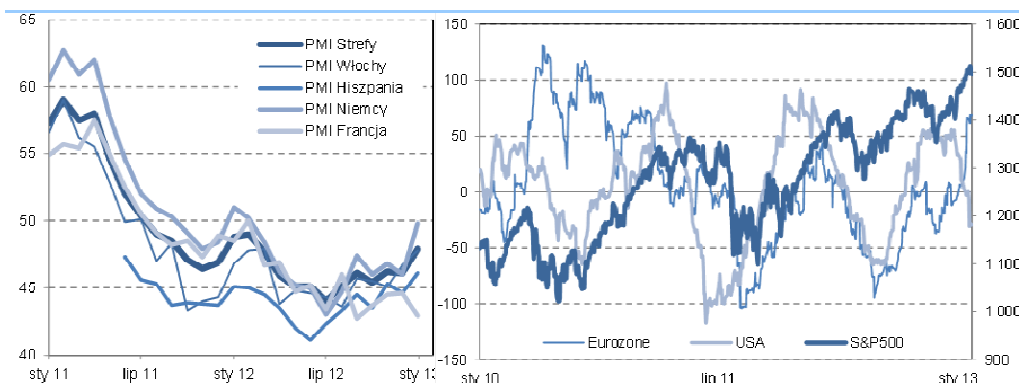
rosnących cen nieruchomości. Coraz bardziej zdecydowanie przekłada się to na wzrost zatrudnienia w sektorze (+91 tys. r/r). Będzie to również pobudzało ożywienie w przetwórstwie przemysłowym (pozytywna korelacja, z wyjątkiem recesji 2007-9 rynek nieruchomości był dla gospodarki „trampoliną” rozpoczynającą kolejny cykl wzrostowy).

Czy w takim razie FED może wycofać się wcześniej ze stymulacji monetarnej (zerowe stopy procentowe, zakup MBS i papierów skarbowych za łącznie 85 mld USD miesięcznie)? Taki scenariusz dla rynków finansowych - przynajmniej w krótkim okresie - byłby negatywny. W ostatnim komunikacie FOMC, podkreślono, że bezrobocie jest nadal zbyt wysokie (7,9%), a inflacja nie jest na obecną chwilę problemem (jest wręcz zbyt niska). Wydaje się więc, że pomimo oznak kolejnej fazy poprawy aktywności w gospodarce, FED nie podejmuje jeszcze dyskusji (przygotowanie rynku) o zmianie strategii. Należy pamiętać, że przed nami dane za 1Q, na które będzie wpływało podwyższenie podatków. Już dziś widać dość wyraźne schłodzenie nastrojów konsumentów, co dobrze oddaje spadek indeksu Conference Board (58,6 pkt., -8,1 pkt. m/m).

Dane z Europy zaskakiwały pozytywnie

W Europie dane makro publikowane w ostatnich tygodniach w większości przypadków były lepsze niż oczekiwali inwestorzy. Dobrze oddają to indeksy zaskoczeń przygotowywane przez Citibank (wykres poniżej). Nie oznacza to oczywiście, że Strefa Euro pozbyła się problemów (delewarowanie przedsiębiorstw, gospodarstw domowych i banków, konieczność redukcji nierównowag fiskalnych), świadczy to raczej o kontynuowanej stabilizacji (wystarczy, żeby ceny akcji rosły). Stabilizacja otoczenia biznesowego, którą Europa zawdzięcza polityce ECB, powoli pomaga gospodarce, co przejawia się m.in. rosnącymi wskaźnikami wyprzedzającymi. W przypadku większości krajów (negatywny wyjątek stanowi Francja) indeksy rosną od trzech miesięcy. W Niemczech wartość PMI Manufacturing zbliżyła się do 50 pkt. (49,8 vs. 46,0 w grudniu), dobre odczyty potwierdzają również IFO i ZEW. PMI w Niemczech wskazuje, że po 10 miesiącach spadków produkcja przemysłowa w styczniu nieznacznie wzrosła, nowe zamówienia spadają wolniej, utrzymuje się popyt z Azji. Ożywienie w Niemczech, mimo że nadal bardzo słabe, powinno oznaczać, że jedynie 4Q2012 będzie okresem ujemnej dynamiki PKB (1Q2013 już minimalnie wzrostowy).

PMI Manufacturing w wybranych krajach Strefy Euro (L) i indeksy zaskoczeń (Citibank) dla USA i Strefy Euro (P)

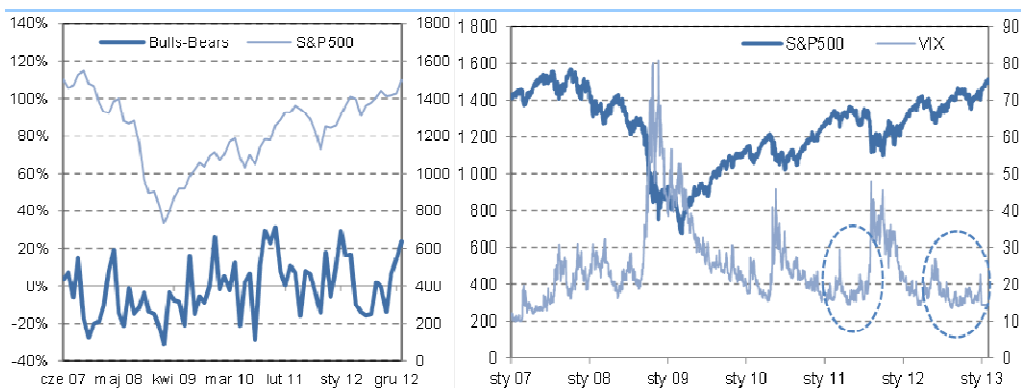


Źródło: Bloomberg

To również uprawdopodobnia scenariusz, w którym najsłabsze dane makro z polskiej gospodarki mogą dotyczyć 1Q2013. W zależności od tego, jak w kolejnych miesiącach będzie przebiegała poprawa sytuacji w gospodarce niemieckiej, z tak silnym ożywieniem będziemy mieli do czynienia w Polsce w drugiej połowie roku. Na dziś rysuje się obraz mało optymistyczny, bo oprócz stosunkowo wolno odbudowującej się sytuacji na rynkach zewnętrznych, wyraźnie słabnie popyt wewnętrzny. Słabe dane o sprzedaży detalicznej, produkcji przemysłowej czy wreszcie z rynku pracy (oczekiwany efekt drugiej rundy) potwierdzają, że przynajmniej w pierwszych miesiącach roku dynamika PKB w Polsce może mieć wartości ujemne (szerzej w części Makroekonomia).

Na giełdach dominuje optymizm

Zwracamy uwagę, że różnica pomiędzy odsetkiem optymistów (48%) a pesymistów (24,3) dla indeksu S&P500 osiągnęła silne odchylenie. Historycznie jest to poziom od którego rynki wchodziły w korektę. VIX spadł poniżej 15 punktów. Bezpośrednim powodem korekty mogłyby być: podwyższone oczekiwania makro dla Strefy Euro (łatwiej o zaskoczenia negatywne), słabsze dane makro z USA wynikające z efektu podwyższonych podatków, powrót do dyskusji na temat limitu zadłużeniowego w USA.

Byki i niedźwiedzie dla S&P500 oraz VIX

Źródło: Bloomberg

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

Makroekonomia

PKB w 2012

W całym roku 2012 PKB wzrósł o 2,0% r/r, po 4,3% wzroście zanotowanym w 2011 roku. Konsumpcja prywatna wzrosła zaledwie o 0,5%, wobec 2,5% wzrostu zanotowanego w 2011 roku. Inwestycje wzrosły o 0,6% r/r. Dane za cały rok umożliwiają wyekstrahowanie przybliżonych dynamik za IV kw. 2012. Szacujemy, że w IV kw. 2012 wzrost PKB mógł być zbliżony do 0,9% r/r, co oznacza kwartalną dynamikę zbliżoną do 0%. Zaskakująca okazała się kompozycja wzrostu PKB w IV kw. Konsumpcja spadła prawdopodobnie o więcej niż 1% r/r, po rachitycznym 0,1% wzroście zanotowanym w III kw. Jest to pierwszy ujemny wynik w historii badania. Tym samym przeświadczenia o niemożliwości spadku konsumpcji są już historią – wydaje nam się, że to właśnie odzwierciedla bezsens bazowania na porównaniach historycznych w tym epizodzie spowolnienia (naszym zdaniem nawet recesji). Pozytywną niespodzianką był niewielki tylko spadek inwestycji (o około 1% r/r) po 1,5% spadku w III kw. Należy podkreślić, że dane o inwestycjach mocno kontrastują z bardzo stromą ścieżką spadku kredytów inwestycyjnych oraz danymi na temat produkcji dóbr trwałych (inwestycyjnych) oraz budownictwa. Po stronie podażowej szczególną uwagę zwraca spadek wartości dodanej w handlu (ponad 2% r/r, czyli jeden z największych spadków w historii badania).

Po danych nie zmieniamy naszej prognozy spadku PKB w ujęciu rocznym w I połowie 2013 r. Dane wskazują na pogarszającą się sytuację konsumenta, który zostanie w najbliższych miesiącach dotknięty redukcjami zatrudnienia i spadkiem dynamiki wynagrodzeń. Stąd oczekiwania nagłego przyspieszenia konsumpcji nie wydają się racjonalne. W I kw. dane natkną się również na wysoką bazę z poprzedniego roku na inwestycjach i budownictwie, co spowoduje spadek inwestycji prywatnych o około 5% r/r. W I kw. spadnie również dodatnia kontrybucja eksportu netto i pojawi się solidna negatywna baza na zapasach. Podsumowując, nawet czysto arytmetycznie bardzo trudno będzie osiągnąć dodatnie tempo wzrostu PKB.

Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna spadła w grudniu o 2,5% w ujęciu rocznym (konsensus rynkowy +1,4%, nasza prognoza -1,1%). Obserwowany spadek sprzedaży jest drugim w historii (PKD 2007), po kwietniu 2010 roku – tamten epizod wynikał jednak z przesunięć Świąt Wielkanocnych i tygodniowej żałoby narodowej, teraz prostego wytłumaczenia nie ma. W ujęciu realnym sprzedaż spadła o 3,6%. Osłabienie sprzedaży widać we wszystkich kategoriach oprócz prasy i książek („poprawa” z -21% r/r do -17,4% r/r). Sprzedaż rośnie już tylko (nominalnie) w 5 z 9 kategorii. Rozwodzenie się nad poszczególnymi kategoriami sprzedaży nie ma większego sensu. Liczone przez nas wskaźniki sprzedaży po wyłączeniu żywności i paliw oraz po wyłączeniu żywności, paliw i samochodów zanotowały spadki w ujęciu rocznym o odpowiednio 2,3% oraz 1,0%. Sugeruje to, że tezy (a jesteśmy pewni, że i takie się pojawiają) o incydentalnym pogorszeniu sprzedaży, wiedzionym pewnymi specyficznymi kategoriami można już na obecnym etapie obalić. Co prawda, część osłabienia sprzedaży wynika prawdopodobnie z różnicy w dniach roboczych, jednak w przypadku sprzedaży siła oddziaływania efektów kalendarzowych jest zdecydowanie niższa niż w przypadku przetwórstwa przemysłowego i nie tłumaczy spadku dynamiki tej kategorii prawie o 5pp. względem poprzedniego odczytu. Trend spadkowy na sprzedaży jest kontynuowany – wydaje nam się, że sprzedaż „święteczna” może być dodatkowo wyjątkowo skutecznym probierzem dochodów konsumentów.

Przyczyn słabości sprzedaży należy szukać w fundamentalnym rozumowaniu ekonomicznym. Mianowicie, po osiągnięciu praktycznie zerowej stopy oszczędności konsumenci zostali postawieni pod ścianą i skazani na ruchy realnego dochodu. Już obecnie ta kategoria spada w ujęciu rocznym, a druga fala osłabienia na rynku pracy sprawi, że nawet spadki inflacji spowodują co najwyżej jej wypłaszczenie w dużej części 2013 roku. Spodziewamy się, że konsumpcja w ujęciu rachunków narodowych spadła w IV kwartale (tym samym podtrzymujemy stwierdzenie, że teorematy o niemożliwości odnotowania ujemnej dynamiki konsumpcji zostaną obalone), a ścieżka ekspansji tej kategorii będzie bliska zera w pierwszej połowie 2013 roku. Jeśli spadki zatrudnienia utrzymają się w bieżącym tempie (okolice 20 tys. na miesiąc) ożywienie w drugiej połowie roku stanie także pod dużym znakiem zapytania. Dane wpisują się w sekwencję słabszych danych makro publikowanych w styczniu. Uważamy, że przypieczętują obniżkę stóp na lutowym posiedzeniu. Losy dalszych obniżek będą podyktowane czynnikami makro (słaba sfera realna, spadająca inflacja) oraz prawdopodobnymi zmianami personalnymi w RPP. Już ostatnie „Minutes” (po styczniowym posiedzeniu) wskazują, że rozumowanie RPP w niektórych aspektach (konsumpcja, inwestycje) zbliża się powoli do naszego scenariusza bazowego. Ogólnie zapis z posiedzenia jest bardzo gołębi, a aspektem który przeważał nad zmianą tonu komunikatu były stwierdzenia, że dalsze obniżki mogą prowadzić do narastania nierównowag w polskiej gospodarce.

Produkcja przemysłowa

W grudniu produkcja przemysłowa spadła w ujęciu rocznym o 10,6% po 0,8% spadku w listopadzie. Po odsezonowaniu roczny wskaźnik spadł do -5,1% z -1,9% zanotowanych w listopadzie. Prawdopodobnie w spadku tego wskaźnika „zaszyta” jest po części zagadka z dniami roboczymi w grudniu (czy 24 i 31 można faktycznie policzyć jako pełne dni robocze?), po części zaś potwierdza się wystąpienie spadkowego trendu na produkcji (a właściwie na przetwórstwie przemysłowym). Choć część analityków może uznać to stwierdzenie za sprzeczne z danymi o PMI, my pozostaniemy przy swoim stanowisku – korelacja PMI i produkcji ostatnio znacząco osłabła. Spadek produkcji zanotowano w 30 z 34 sekcji. Kompozycja w żaden sposób nie faworyzuje sekcji eksportowych jako motoru spadków – sekcje są znacznie przemieszane, a otwierający stawkę spadek produkcji wyrobów z surowców niemetalicznych przywodzi na myśl raczej rodzimy sektor budowlany, zaś samochody, komputery, maszyny i urządzenia (także precyzyjne) oraz metale – także poza-budowlany popyt inwestycyjny. W kolejnych miesiącach spadki produkcji będą kontynuowane, choć oczywiście efekt dni roboczych w styczniu (+1 r/r) poprawi nieco roczny wskaźnik. W kolejnych miesiącach pojawiają się także (pozytywne) efekty bazowe. Sytuacja na rynku pracy sugeruje jednak, że druga fala osłabienia na rynku czynników produkcji (zwykle spadki zatrudnienia idą w parze także z popytem inwestycyjnym, a więc popytem na kapitał) pozwoli je przewyciężyć i utrzymać dynamikę produkcji przemysłowej poniżej zera. Produkcja budowlano-montażowa spadła w ujęciu rocznym o 24,8%. Jest to jeden z najgłębszych rocznych spadków tej kategorii w historii – równie głębokie załamanie odnotowano w lutym i marcu 2003 oraz w lutym 2010. Oczywiście, tak znaczący spadek jest w dużej mierze konsekwencją niekorzystnego układu dni roboczych, ale komponent strukturalny musi być istotnie negatywny. Kolejne miesiące nie przyniosą fundamentalnej poprawy w sektorze budowlanym. Aktywność w budownictwie mieszkaniowym jest, jak wskazują dane o rozpoczętych budowlach mieszkań, bardzo wątpliwa, a na wsparcie ze strony publicznych inwestycji infrastrukturalnych póki co nie można liczyć (niewielka liczba nowych przetargów ogłoszonych w ostatnich miesiącach).

Inflacja

W grudniu roczny wskaźnik inflacji obniżył się do 2,4% z 2,8% zanotowanych w listopadzie. Tym samym inflacja okazała się niższa od celu NBP (2,5%). W grudniu jedyny istotny wzrost, zresztą typowo sezonowy, zanotowano w kategorii ceny żywności (0,8% m/m). W wielu kategoriach ceny spadły (odzież i obuwie, paliwa, transport, rekreacja i kultura). Ceny użytkowania mieszkania nie zmieniły się. Inflacja bazowa (po wyłączeniu cen energii i żywności) obniżyła się do 1,4%. Tym samym z danych wyłania się obraz silnej dezinflacji w Polsce. Nie tylko potwierdza to skalę spowolnienia popytu wewnętrznego, ale i kontrastuje z obawami RPP, jakoby inflacja bazowa miała spadać za wolno. W kolejnych miesiącach spodziewamy się dalszego spadku inflacji. W styczniu będzie ona niższa niż 2%. Do końca II kw. spadnie poniżej dolnego ograniczenia celu NBP. Inflacja bazowa powinna w 2013 roku notować niemal monotoniczny spadek. Nasz model oparty na opóźnionej dynamice spożycia indywidualnego oraz kursie walutowym wskazuje, że do końca 2013 roku ta miara inflacji obniży się grubo poniżej 1% (nawet przy założeniu – na dzień dzisiejszy – coraz bardziej realnemu – osłabienia się kursu walutowego do poziomu 4,25). W takim scenariuszu, okraszonym dodatkowo słabymi danymi ze sfery realnej, ciężko będzie RPP dokonać pauzy w lutym, czy wiarygodnie uzasadnić czynnikami globalnymi sygnalizowaną zmianę tonu. Oczekujemy zatem, że RPP obniży stopy w lutym i wbrew obecnym komentarzom jastrzębich członków kontynuować będzie cykl poluzowania do poziomu 3,25%.

Rynek pracy

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w grudniu spadło w ujęciu rocznym o 0,5% wobec konsensusu uplasowanego na poziomie -0,4% r/r. Nasza prognoza wskazywała na spadek zatrudnienia o 0,3%, co wynikało głównie z zaobserwowanych przez nas w listopadzie anomalii sezonowych (redukcje zatrudnienia w niektórych sekcjach). Dzisiejsze dane wskazują jednak że to, co uznawaliśmy za czynnik sezonowy było w rzeczywistości początkiem nowego, spadkowego trendu, który będzie skutkowało dalszymi spadkami zatrudnienia w ujęciu rocznym (styczeń jest w pewnym sensie specjalny z uwagi na efekty związane ze zmianą próby). Płace w sektorze przedsiębiorstw wzrosły w ujęciu rocznym o 2,4% (konsensus: +2,1%, nasza prognoza: +1,1%). Sektorowy rozkład zmian wynagrodzeń w grudniu nie jest w tej chwili znany, dlatego trudno wyrokować na temat źródeł tego nieznacznie dodatniego odchylenia od prognoz. Dzisiejsze dane, wobec wtorkowego odczytu inflacji za grudzień na poziomie 2,4%, oznaczają, że wzrost płac realnych wyniósł dokładnie zero. Jest to piętnasty z kolei miesiąc, w którym dynamika realnych wynagrodzeń oscyluje wokół zera – jest to najdłuższa taka seria w historii szeregu. Nominalny fundusz płac wzrósł o 1,9%, a realny spadł o 0,5% r/r – w obydwu przypadkach oznacza to kontynuację trwających od wielu miesięcy negatywnych tendencji. Zatem spadek inflacji nie jest już nawet wystarczający dla utrzymania realnych dochodów ludności „na powierzchni”.



Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Wzrost / Spadek	P/E 2012	P/E 2013	EV/EBITDA 2012	EV/EBITDA 2013
Banki										
BZ WBK	Akumuluj	2012-12-10	239,00	270,00	260,00	3,8%	13,7	16,9		
GETIN NOBLE BANK	Akumuluj	2012-12-10	1,73	1,90	1,85	2,7%	11,6	14,1		
HANDLOWY	Trzy maj	2012-12-10	97,50	96,00	94,50	1,6%	13,1	15,7		
ING BSK	Akumuluj	2013-02-06	88,60	93,00	88,60	5,0%	14,0	14,7		
MILLENNIUM	Akumuluj	2012-12-10	4,34	4,80	4,65	3,2%	11,9	16,0		
PEKAO	Akumuluj	2013-02-06	159,00	170,00	159,00	6,9%	14,4	16,3		
PKO BP	Kupuj	2013-02-06	34,59	40,00	34,59	15,6%	11,6	13,9		
Ubezpieczyciele										
PZU	Akumuluj	2013-02-06	402,50	435,00	402,50	8,1%	9,5	12,1		
Usługi finansowe										
KRUK	Akumuluj	2013-02-06	49,60	51,50	49,60	3,8%	10,8	9,8		
Paliwa, Chemia										
CIECH	Kupuj	2012-12-10	22,42	28,30	21,57	31,2%	-	10,3	42,7	4,9
LOTOS	Trzy maj	2013-02-06	39,50	37,40	39,50	-5,3%	9,2	8,3	13,5	8,0
MOL	Trzy maj	2012-12-06	260,00	254,57	262,50	-3,0%	10,4	12,3	6,0	5,8
PGNIG	Trzy maj	2012-12-05	4,46	4,25	5,70	-25,4%	11,6	13,5	7,6	6,7
PKN ORLEN	Trzy maj	2013-01-07	51,30	50,00	48,65	2,8%	8,8	10,3	5,8	6,4
POLICE	Redukuj	2012-12-10	12,05	10,90	13,00	-16,2%	7,2	11,3	4,5	5,4
ZA PULAWY	Trzy maj	2012-12-10	135,60	123,40	129,70	-4,9%	9,4	14,1	5,1	6,7
Energetyka										
CEZ	Trzy maj	2012-11-30	109,00	109,20	100,70	8,4%	8,2	8,3	6,1	6,2
ENEA	Akumuluj	2012-11-30	15,80	17,55	15,20	15,5%	8,9	11,9	2,9	4,2
PGE	Trzy maj	2012-11-30	17,85	18,10	17,21	5,2%	7,3	11,5	3,4	4,9
TAURON	Kupuj	2012-11-30	4,40	6,16	4,40	40,0%	5,1	8,0	3,4	4,6
Telekomunikacja										
NETIA	Akumuluj	2012-12-10	4,89	5,40	4,53	19,2%	46,9	43,4	3,7	3,4
TPSA	Akumuluj	2012-11-26	11,94	13,30	11,65	14,2%	17,4	23,6	4,1	4,4
Media										
AGORA	Trzy maj	2012-12-10	9,99	10,30	9,00	14,4%	-	-	4,8	5,6
CINEMA CITY	Akumuluj	2012-12-10	34,02	36,50	27,10	34,7%	14,4	12,2	7,0	5,9
CYFROWY POLSAT	Trzy maj	2012-12-10	15,40	15,60	16,97	-8,1%	11,6	14,0	7,8	8,2
TVN	Akumuluj	2012-12-10	8,80	10,30	8,99	14,6%	-	16,7	10,2	10,5
IT										
AB	Zawieszona	2013-02-05	23,50	-	22,83	-	-	-	-	-
ACTION	Zawieszona	2013-02-05	29,70	-	29,00	-	-	-	-	-
ASBIS	Zawieszona	2013-02-05	3,21	-	3,19	-	-	-	-	-
ASSECO POLAND	Trzy maj	2012-12-10	43,20	43,70	44,55	-1,9%	9,4	9,6	6,4	6,3
COMARCH	Redukuj	2012-12-10	72,50	65,20	90,45	-27,9%	26,7	30,2	8,6	8,6
SYGNITY	Zawieszona	2013-02-05	16,80	-	16,37	-	-	-	-	-
Górnictwo i Metale										
JSW	Akumuluj	2012-12-04	87,80	104,00	91,00	14,3%	10,9	19,9	3,8	5,0
KGHM	Akumuluj	2013-01-07	193,50	204,00	188,40	8,3%	7,0	7,7	4,4	4,5
LW BOGDANKA	Akumuluj	2012-12-04	134,00	143,80	135,00	6,5%	14,4	13,0	6,6	6,0
Przemysł										
ALCHEMIA	Trzy maj	2012-12-10	4,95	5,1	4,93	3,4%	24,4	12,9	10,4	7,4
ASTARTA	Kupuj	2012-12-10	57,45	76,9	63,50	21,1%	5,1	3,8	5,5	4,3
BORYSZEW	Trzy maj	2012-12-10	0,53	0,56	0,55	1,8%	9,2	16,6	6,6	9,0
FAMUR	Redukuj	2012-12-10	4,80	4,2	4,60	-8,7%	7,7	15,4	4,4	6,5
IMPEXMETAL	Kupuj	2012-12-10	3,14	4,2	3,51	19,7%	5,6	11,6	5,3	6,9
KERNEL	Akumuluj	2013-01-21	62,90	67,4	66,00	2,1%	8,2	7,1	7,3	6,3
KĘTY	Redukuj	2012-12-10	147,60	126,7	140,30	-9,7%	10,8	15,9	6,6	7,8
KOPEX	Redukuj	2012-12-10	17,40	16,2	15,84	2,3%	12,3	13,3	6,2	6,6
ROVESE	Trzy maj	2012-12-10	1,59	1,5	1,31	14,5%	-	11,0	6,6	5,6
Budownictwo										
BUDIMEX	Trzy maj	2012-12-10	69,80	66,80	64,00	4,4%	14,6	11,7	4,4	5,6
ELEKTROBUDOWA	Redukuj	2013-02-06	142,00	121,20	142,00	-14,6%	18,2	16,9	12,4	11,0
ERBUD	Kupuj	2012-12-10	16,42	19,20	13,90	38,1%	10,3	9,0	5,4	4,8
MOSTOSTAL WAR.	Trzy maj	2012-12-10	12,00	12,30	15,20	-19,1%	-	95,6	-	8,5
PBG	Zawieszona	2012-06-05	14,63	-	5,52	-	-	-	-	-
POLIMEX MOSTOSTAL	Zawieszona	2012-07-18	0,69	-	0,55	-	-	-	-	-
RAFAKO	Trzy maj	2012-12-10	8,83	9,20	8,35	10,2%	12,3	11,5	10,1	7,5
TRAKCJA TILTRA	Zawieszona	2011-12-19	1,10	-	0,64	-	-	-	-	-
ULMA CP	Akumuluj	2013-02-06	54,00	56,20	54,00	4,1%	14,1	439,8	3,0	4,1
UNIBEP	Kupuj	2012-12-10	4,80	6,80	6,01	13,1%	12,0	10,8	7,8	7,8
ZUE	Trzy maj	2013-01-07	6,47	6,60	6,27	5,3%	13,1	12,2	9,3	5,8
Deweloperzy										
BBI DEVELOPMENT	Akumuluj	2012-12-10	0,39	0,42	0,38	10,5%	129,6	43,9	45,0	53,9
DOM DEVELOPMENT	Sprzedaj	2012-12-10	35,65	27,80	32,21	-13,7%	7,7	10,9	6,3	8,3
ECHO	Akumuluj	2012-12-10	5,19	5,80	5,35	8,4%	18,2	14,6	23,1	16,9
GTC	Trzy maj	2012-11-06	8,27	8,30	8,42	-1,4%	-	38,5	47,2	20,3
J.W.C.	Redukuj	2012-08-01	4,22	4,00	4,27	-6,3%	12,0	12,4	15,4	16,7
PA NOVA	Kupuj	2012-09-11	15,49	22,90	18,41	24,4%	10,1	8,2	16,0	9,6
POLNORD	Trzy maj	2012-12-10	10,69	11,10	10,38	6,9%	15,4	22,3	6,4	16,2
ROBYG	Trzy maj	2012-12-10	1,48	1,45	1,50	-3,3%	11,7	13,0	11,3	12,2

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
AB	Zawieszona	Akumuluj		2013-02-05
ACTION	Zawieszona	Akumuluj		2013-02-05
ASBIS	Zawieszona	Trzymaj		2013-02-05
KERNEL	Akumuluj	Redukuj	67,40	2013-01-21
KGHM	Akumuluj	Kupuj	204,00	2013-01-07
LOTOS	Redukuj	Trzymaj	37,40	2013-01-07
PKN ORLEN	Trzymaj	Kupuj	50,00	2013-01-07
PZU	Trzymaj	Akumuluj	435,00	2013-01-07
SYGNITY	Zawieszona	Akumuluj		2013-02-05
ZUE	Trzymaj	Akumuluj	6,60	2013-01-07

Zamiany rekomendacji w Przeglądzie Miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
ELEKTROBUDOWA	Redukuj	Trzymaj	121,20	2013-02-06
ING BSK	Akumuluj	Trzymaj	93,00	2013-02-06
KRUK	Akumuluj	Kupuj	51,50	2013-02-06
LOTOS	Trzymaj	Redukuj	37,40	2013-02-06
PEKAO	Akumuluj	Trzymaj	170,00	2013-02-06
PKO BP	Kupuj	Akumuluj	40,00	2013-02-06
PZU	Akumuluj	Trzymaj	435,00	2013-02-06
ULMA CP	Akumuluj	Kupuj	56,20	2013-02-06

Statystyka rekomendacji

Wszystkie						Dla emitentów związanych z DI BRE Bankiem S.A.				
Statystyka	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
liczba	1	8	22	18	7	0	1	12	11	6
procent	1,8%	14,3%	39,3%	32,1%	12,5%	0,0%	3,3%	40,0%	36,7%	20,0%

Banki

Wynik sektora bankowego za grudzień 2012

NBP podał wyniki finansowe sektora bankowego po grudniu 2012. Zysk netto w grudniu wyniósł 1 347 mln PLN, czyli wzrósł o 7% R/R, chociaż spadł o 3% M/M. Głównym powodem poprawy wyniku R/R jest spadek salda rezerw aż o 46% do 522 mln PLN, co jest wynikiem najniższym od września 2011 (!). W konsekwencji, wbrew obawom i zwyczajowej sezonowości nie nastąpił wzrost odpisów w ostatnim miesiącu roku. Z drugiej strony, za spadek wyniku netto M/M odpowiada niższy o 33% wynik handlowy. W całym 2012 sektor bankowy zarobił 16 244 mln PLN zysku netto, czyli o 3% więcej niż w 2011. Implikowany wynik sektora za 4Q 2012 wynosi 4 140 mln PLN i jest o 9% wyższy R/R oraz o 4% Q/Q. Za poprawę zysku netto Q/Q odpowiada: 1) spadek rezerw o 4% oraz 2) poprawa wyniku handlowego o 11%. Zwracamy uwagę, że chociaż wynik prowizyjny był płaski Q/Q, wynik odsetkowy spadł o 5% Q/Q. Zwracamy uwagę, że suma zysków czterech banków giełdowych, które już podały wyniki za 4Q (BZW, MIL, KRB i NDA) wskazuje na poprawę o 19% Q/Q oraz o 62% R/R. Oznacza to, że dostarczyły 17,0% zysków sektora względem 14,9% w 3Q 2012, 14,1% w 2Q 2012 i 12,9% w 1Q 2012. Co więcej wynika z tego, że pozostałe banki w sektorze poprawiły swój skumulowany wynik netto o 2% Q/Q i R/R.

NBP podał statystyki dla sald depozytów i kredytów dla sektora bankowego za grudzień 2012

Depozyty ogółem nieznacznie spadły o 0,1% M/M (+5,9% R/R) po silnym wzroście w listopadzie. Powodem tego spadku był odpływ oszczędności niemonetarnych instytucji finansowych (-12,3% M/M, ale +23,1% R/R). Zarówno saldo depozytów korporacyjnych, jak i detalicznych zwiększyło się M/M, odpowiednio o 4,5% (-7,5% R/R) oraz 1,9% (+7,8% R/R). Zwracamy uwagę, że i oszczędności przedsiębiorstw i niemonetarnych instytucji finansowych wykazują dużą sezonowość w końcówce roku – odpowiednio wzrost M/M i spadek M/M. W odniesieniu do kredytów, odnotowały one również niewielki spadek M/M o 0,4% (+1,3% R/R), zarówno z powodu osłabienia się PLN (o 0,6% M/M do CHF, o 0,4% M/M do EUR oraz o 1,9% M/M do USD) jak spadku salda kredytów korporacyjnych. Dynamika skorygowana o efekt walutowy wyniosła -0,6% M/M i 3,5% R/R. Kredyty korporacyjne spadły o 2,0% M/M (+2,1% R/R oraz +4,0% R/R po skorygowaniu o efekt walutowy), co częściowo może być efektem sezonowym (spłaty krótkoterminowych kredytów na koniec roku), a częściowo efektem spowolniającej gospodarki. Kredyty detaliczne obniżyły się tylko o 0,4% M/M (+0,1% R/R oraz 3,7% R/R po skorygowaniu o efekt walutowy). W ramach kredytów detalicznych, saldo kredytów nie-mieszkaniowych spadło o 0,9% M/M (-0,8% R/R oraz -0,3% R/R po skorygowaniu o efekt walutowy), podczas gdy saldo kredytów hipotecznych obniżyło się o 0,1% M/M (+0,8% R/R oraz 6,3% R/R po skorygowaniu o efekt walutowy). Po wyeliminowaniu efektu walutowego, motorem wzrostu hipotek niezmiennie pozostają kredyty złotowe (44,7% ogółu kredytów hipotecznych), które wzrosły o 1,2% M/M (+18,2% R/R). Niezmiennie od stycznia 2012 obserwujemy ujemną dynamikę M/M w kredytach walutowych (już po wykluczeniu efektu walutowego), co jest konsekwencją braku nowej sprzedaży i naturalnej amortyzacji portfela. Ponieważ tempo odpływu kredytów było wyższe niż depozytów M/M, wskaźnik kredyty/depozytów poprawił się o 0,3p.p. M/M do 100,9%.

Jakość kredytów po grudniu 2012

Udział kredytów z utratą wartości w grudniu 2012 wzrósł o 4p.b. M/M do 8,6%. Dalej pogarszała się jakość kredytów korporacyjnych, w czym w grudniu dość gwałtownie o 49p.b. M/M do 13,1%, co naszym zdaniem jest nadal związane z branżą budowlaną. Trend ten był widoczny przede wszystkim w małych i średnich przedsiębiorstwach. Jakość kredytów detalicznym uległa lekkiej poprawie o 6p.b. M/M do 7,5% dzięki niższemu wskaźnikowi dla kredytów nie-mieszkaniowych (-19p.b. M/M do 14,6%). Udział kredytów z utratą wartości w kredytach hipotecznych wynosi 2,8%, +6p.b. M/M.

KNF znowelizowała Rekomendację M i D

KNF poinformował, że wydała Rekomendację M, dotyczącą zarządzania ryzykiem operacyjnym w bankach, oraz Rekomendację D, dotyczącą zarządzania obszarami technologii informacyjnej i bezpieczeństwa środowiska teleinformatycznego w bankach. Rekomendacja M ma pomóc w pogłębianiu świadomości istnienia ryzyka operacyjnego, jego istotności i właściwości, oraz budowaniu odpowiedniej kultury organizacyjnej, która stanowi podstawę do wypracowania optymalnych mechanizmów zarządzania tym ryzykiem, zarówno w poszczególnych komórkach organizacyjnych, jak i zintegrowanego podejścia do tego ryzyka w skali całego banku. Nadzór oczekuje, że większość zaleceń zostanie wprowadzonych nie później niż do 30 czerwca 2013. Co do Rekomendacji D, w stosunku do poprzedniej wersji wprowadzono zapisy dotyczące m.in. zarządzania danymi (w tym ich jakością), zasad współpracy pomiędzy obszarami biznesowymi i technicznymi, systemu informacji zarządczej, obszarów technologii informacyjnej i bezpieczeństwa teleinformatycznego oraz tzw. "przetwarzania w chmurze" (ang. cloud computing). KNF oczekuje, że zalecenia zostaną wprowadzone nie później niż do 31 grudnia 2014.

KNF wypowiada się negatywnie o polisolokatach

Wiceprzewodniczący KNF w wywiadzie dla TVN CNBC powiedział, że jedną z konsekwencji wprowadzenia rekomendacji M (dotyczącej zarządzania ryzykiem operacyjnym w bankach) będzie wycofanie z oferty banków polisolokat, które oparte są na konstrukcji fikcyjnego ubezpieczenia. Według niego, ubezpieczenie fikcyjne to takie, które służy tylko i wyłącznie krótkoterminowej preferencji podatkowej. Pozostaną te polislokaty, które ubezpieczają od realnego ryzyka, czyli te w przypadku których, jeżeli ryzyko wystąpi, klient będzie mógł skutecznie skorzystać z polisy. KNF oczekuje, że zalecenia zostaną wprowadzone nie później niż do dnia 30 czerwca 2013 (z wyjątkiem jednego punktu 17.3).

Alior Bank**Potencjalni nabywcy pakietu w Alior Banku**

Puls Biznesu sugerował, że potencjalnym nabywcą udziału Carlo Tassra w Alior Banku (34%) mógłby być Erste Bank, Intesa Sanpaolo lub Sberbank. Naszym zdaniem jest mało prawdopodobne aby Sberbank dostał zgodę KNF na przejęcie Alior Banku. W odniesieniu do Intesy Sanpaolo – bank ten pojawiał się przy okazji każdej transakcji sprzedaży polskich aktywów bankowych na przestrzeni kilku ostatnich lat, jednak do tej pory bez większych sukcesów. Swego rodzaju nowością w tym zestawieniu jest Erste Bank, któremu nigdy nie udało się zaistnieć w Polsce, pomimo szerokiej obecności w rejonie Europy Środkowo-Wschodniej. Przypominamy również, że w swoim ostatnim wywiadzie Wojciech Kwaśniak zasugerował, że polskim rynkiem interesują się także podmioty azjatyckie.

KNF rzekomo stawia wymagania przed nowym inwestorem Aliora

Parkiet doniósł, że KNF postawił wymagania przed nowym inwestorem, który będzie kupował akcje Alior Banku od Carlo Tassara. Według dziennika, nowy inwestor ma pochodzić z kraju o ratingu co najmniej takim jak Polska lub wyższym, a dodatkowo instytucja nie może mieć ratingu gorszego niż sam Alior Bank. W konsekwencji, takim inwestorem nie mógłby być Sberbank.



BZ WBK (Akumuluj)

Cena bieżąca: 260 PLN

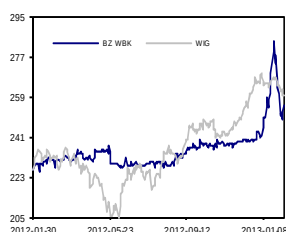
Cena docelowa: 270 PLN

Analityk: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkow y	2 949,9	3 218,7	9,1%	3 089,4	-4,0%	3 089,0	0,0%	Liczba akcji (mln)	93,5
Marża odsetkow a	3,1%	3,2%		3,0%		3,0%		MC (cena bieżąca)	24 321,7
WNDB	5 079,5	5 319,4	4,7%	5 579,8	4,9%	5 288,1	-5,2%	Free float	8,7%
Wynik operacyjny*	2 476,9	2 524,3	1,9%	2 925,0	15,9%	2 709,3	-7,4%		
Zysk brutto	1 591,9	1 973,6	24,0%	2 278,0	15,4%	1 855,7	-18,5%		
Zysk netto	1 160,2	1 511,6	30,3%	1 769,9	17,1%	1 440,6	-18,6%		
ROE	12,9%	15,2%		15,5%		11,4%		Zmiana ceny: 1m	4,1%
P/E	21,0	16,1		13,7		16,9		Zmiana ceny: 6m	12,1%
P/BV	2,6	2,3		2,0		1,9		Zmiana ceny: 12m	11,4%
DPS	3,1	7,3		6,2		7,2		Max (52 tyg.)	283,9
Dyid (%)	1,2	2,8		2,4		2,8		Min (52 tyg.)	224,9

* przed kosztami rezerw



Chociaż bardzo wysoki wynik netto za 4Q 2012 w BZ WBK to głównie zasługa zysków ze sprzedaży obligacji, zwracamy uwagę na równie silne wyniki operacyjne, szczególnie po stronie przychodów podstawowych. Zarząd BZ WBK zaktualizował również swoją średnioterminową strategię, która uwzględnia połączenie z Kredyt Bankiem. Obecnie spodziewane synergije przychodowe jak kosztowe są wyższe zarówno od naszych założeń i pierwotnych wskazań Spółki zaprezentowanych w lutym 2012. W konsekwencji postrzegamy naszą prognozę zysku netto na 2013 dla połączonego banku na poziomie 1,4 mld PLN jako konserwatywną. Co więcej, podkreślamy, że naszym zdaniem dynamika zysku netto BZ WBK w 2014 będzie wyższa niż średnia dla sektora dzięki widocznym synergiom płynącym z połączenia. Podtrzymujemy naszą rekomendację Akumuluj.

Wyniki BZ WBK za 4Q 2012: Pozytywne zaskoczenie dzięki zyskom z obligacji

BZ WBK zaraportował zysk netto za 4Q 2012 na poziomie 405 mln PLN (+104% R/R oraz +21% Q/Q), 20% powyżej konsensusu rynkowego (338 mln PLN) oraz 16% powyżej naszej prognozy (348 mln PLN). Tak wysoki wynik netto, nawet pomimo wzrostu salda rezerw, był możliwy dzięki znacznemu spieniężeniu zysków z obligacji. Przychody z tego tytułu wyniosły aż 131 mln PLN względem 17 mln PLN kwartał wcześniej i 120 mln PLN przez nas oczekiwanych. Zwracamy uwagę, że pomimo sprzedaży kapitału z aktualizacji wyceny dłużnych papierów wartościowych wzrósł o 123 mln PLN Q/Q do 403 mln PLN.

Wynik odsetkowy wzrósł w silnym tempie 2% Q/Q i wyniósł 592 mln PLN. Oznacza to, że marża odsetkowa poprawiła się o 5p.b. Q/Q do 3,95%, pomimo spadających rynkowych stóp procentowych. BZ WBK znacząco poprawił swoją marżę kredytową, co wynika zarówno ze zmiany struktury aktywów (rosnący udział wysoko-marżowych kredytów gotówkowych i dla SME), renegotiacji marży dla wybranych ekspozycji korporacyjnych, jak z efektu opóźnienia w przenoszeniu coraz niższych rynkowych stóp procentowych na oprocentowanie kredytów. Zgodnie z oczekiwaniami marża depozytowa uległa znaczącemu obniżeniu w efekcie niższych stóp rynkowych. Wynik prowizyjny również był bardzo mocny, poprawiając się o 5% Q/Q do 365 mln PLN. Głównymi czynnikami wzrostu były przychody od kredytów (+34% Q/Q; Zarząd zaznaczył, że w grudniu renegotjował umowy kredytowe z trzema podmiotami dzięki czemu uzyskał dodatkowe przychody) oraz wynik z tytułu zarządzania aktywami (+10% Q/Q; wzrost średnich aktywów oraz poprawa średniej marży). Wynik handlowy wyniósł aż 169 mln PLN, +197% Q/Q oraz 209% R/R. Było to możliwe dzięki spieniężeniu zysków z obligacji do tej pory odłożonych w kapitałach własnych. Przychody z tego tytułu wyniosły aż 131 mln PLN względem 17 mln PLN w 3Q 2012, 1 mln PLN w 4Q 2011 oraz 120 mln PLN w naszej prognozie.

Koszty operacyjne wzrosły tylko o 3% Q/Q do 455 mln PLN, czyli mniej niż oczekiwaliśmy. Zwyczajowo wzrosły Q/Q koszty osobowe (o 5%), co naszym zdaniem wynikało z rocznego rozliczenia premii i bonusów. Bank nadal kontynuuje politykę niewypełniania wakatów po dobrowolnych odejściach pracowników. Wydatki rzeczowe wzrosły jedynie o 1% Q/Q. Chociaż saldo rezerw wzrosło o 335 Q/Q do 160 mln PLN, przyrost okazał się niższy niż oczekiwaliśmy. W konsekwencji koszt ryzyka ukształtował się na poziomie 161p.b. w 4Q 2012 (+39p.b. Q/Q) oraz 129p.b. w całym 2012 (+25p.b. R/R). Zgodnie z zapowiedziami oraz oczekiwaniami wyższe okazały się odpisy w segmencie korporacyjnym (+153% Q/Q do 93 mln PLN) w związku z derezerwowaniem ekspozycji na sektor budowlany (naszym zdaniem głównie na PBG). Saldo rezerw w segmencie detalicznym spadło o 12% Q/Q do 75 mln PLN.

Zysk netto Kredyt Banku w 4Q 2012 wyniósł 107 mln PLN

BZ WBK zaprezentował też niezaudytowane wyniki Kredyt Banku za 4Q 2012. Zysk netto wyniósł 107 mln PLN, czyli poprawił się o 140% R/R, ale spadł o 3% Q/Q. Wynik okazał się o 15% wyższy niż nasza prognoza (93 mln PLN), dzięki lepszemu niż prognozowaliśmy wynikowi

handlowemu (w tym zyskom ze sprzedaży obligacji) oraz niższym niż oczekiwaliśmy odpisom na ryzyko kredytowe. Zgodnie z oczekiwaniami, w wynikach za 4Q 2012 zostało przywrócone aktywo podatkowe wstępnie spisane w 2Q 2012 w wysokości 15,6 mln PLN, co wpłynęło pozytywnie na efektywną stopę podatkową.

Na bazie raportowanej wynik odsetkowy (bez swapów) spadł o 9% Q/Q do 187 mln PLN. Jego powodem jest wysoka baza 3Q 2012 kiedy to bank otrzymał jednorazowo zwrot odsetek zastrzeżonych w wysokości 29 mln PLN (więcej niż pierwotnie myśleliśmy po publikacji wyników za 3Q 2012). Na bazie skorygowanej wynik odsetkowy wzrósł więc o 5% Q/Q. Wynik prowizyjny wzrósł o 7% Q/Q do 88 mln PLN. Było to możliwe dzięki wyższym przychodom od kredytów (+13% Q/Q) i gwarancji (+29% Q/Q). Raportowany wynik handlowy wyniósł 119 mln PLN, +115% R/R, ale -3% Q/Q. W ramach tego wyniku jest rozpoznanych ok. 48 mln PLN punktów swapowych (płasko Q/Q) oraz 25 mln PLN przychodów z tytułu sprzedaży obligacji (-18% Q/Q). Pozostały wynik handlowy wyniósł w sumie 46 mln PLN, czyli poprawił się o 6% Q/Q.

Koszty operacyjny wzrosły sezonowo o 3% Q/Q do 234 mln PLN, z powodu wyższego poziomu kosztów rzeczowych, +7% Q/Q. Koszty osobowe spadły o 1% Q/Q w związku z dalszym spadkiem zatrudnienia, -2% Q/Q oraz -7% R/R. Poziom salda rezerw spadł o 12% Q/Q do 48 mln PLN. W konsekwencji koszt ryzyka wyniósł 66p.b. (-7p.b. Q/Q) oraz 57p.b. w całym 2012 (-13p.b. R/R).

Prezes zapowiada wzrost zysku netto w 2013

Prezes BZ WBK, Mateusz Morawiecki, powiedział, że liczy na wzrost zysku netto w 2013 (dla BZ WBK przed połączeniem z Kredyt Bankiem). Prezes liczy na ograniczoną presję na marżę depozytową, wzrost przychodów prowizyjnych z funduszy inwestycyjnych oraz dalszy spadek kosztów operacyjnych. W naszych obecnych prognozach dla BZ WBK (przed połączeniem z Kredyt Bankiem) oczekujemy zysku netto w 2013 na poziomie 1 106 mln PLN, co implikuje 23% spadek R/R. W świetle wyników za 4Q 2012 nasze prognozy postrzegamy jako konserwatywne, niemniej jednak zwracamy uwagę, że nasze oczekiwania makroekonomiczne na ten rok są bardziej konserwatywne.

Koszty ryzyka w 2013 w przedziale 120-140p.b.

Prezes BZ WBK, Mateusz Morawiecki, poinformował że koszt ryzyka dla BZ WBK (przed połączeniem z Kredyt Bankiem) w 2013 ukształtuje się w przedziale 120-140p.b. względem 129p.b. w 2012. W naszych prognozach dla BZ WBK (przed połączeniem z Kredyt Bankiem) zakładamy koszt ryzyka na poziomie 135p.b.

W 2013 portfel kredytowy BZ WBK będzie rósł szybciej niż średnio sektor

Prezes BZ WBK, Mateusz Morawiecki, poinformował, że celem banku na 2013 jest wzrost portfela kredytowego w szybszym tempie niż średnia dla rynku. Przy założeniu że rynek wzrośnie o 5% R/R, BZ WBK chciałby urosnąć o ok. 9% R/R. Czynniki wzrostu będą kredyty dla SME, dla średnich korporacji oraz kredyty konsumenckie. W naszych prognozach dla BZ WBK (przed połączeniem z Kredyt Bankiem) na 2013 zakładamy przyrost portfela kredytowego o 1% R/R.

BZ WBK liczy na wyższe synergie przychodowe z połączenia z Kredyt Bankiem

Prezes BZ WBK, Mateusz Morawiecki, poinformował, że cel na synergii przychodowe wynikające z połączenia, zaprezentowany w lutym 2012 (114 mln PLN w 2015), będzie przekroczony i osiągnięty szybciej. Liczy nawet na 150 mln PLN. W naszych prognozach dla połączonego banku zakładamy 100 mln PLN synergii przychodowych w 2015.

Bank liczy na redukcję zatrudnienia w 2013 poprzez naturalne odejścia

Prezes BZ WBK, Mateusz Morawiecki, powiedział, że bank oczekuje spadku zatrudnienia o ok. 800 osób w ramach tzw. naturalnych odejść. W jego opinii jeżeli te oczekiwania się potwierdzą, bank nie będzie wdrażał żadnych dodatkowych programów redukcji zatrudnienia.

Dywidenda może wynieść ok. 50% zysku

Eamonn Crowley, dyrektor finansowy BZ WBK, powiedział w wywiadzie dla PAP, że Zarząd banku przedstawi swoją rekomendację odnośnie dywidendy za 2012 na przełomie lutego i marca. Dywidenda może wynieść ok. 50% zysku. Informacja neutralna, zgodnie z oczekiwaniami.

Fuzja marki nastąpi we wrześniu – Prezes

Prezes BZ WBK, Mateusz Morawiecki, poinformował, że fuzja marki (czyli tzw. rebranding) nastąpi we wrześniu 2013. Według niego fuzja operacyjna ma się odbyć w 2014. Prezes dodał, że już teraz następuje łączenie systemów informatycznych, przy czym ich ogromna większość będzie pochodziła z BZ WBK, co przyspieszy cały proces.

Zmiany w stanie posiadania po rejestracji połączenia

BZ WBK poinformował, że po tym, jak 4 stycznia 2013 nastąpiła rejestracja akcji



połączeniowych banku, udział Santander w kapitale banku zmniejszył się o 19,04p.p. do 75,19%, a w strukturze kapitału pojawiło się KBC z udziałem na poziomie 16,17%.

Fitch potwierdził rating dla BZ WBK

Agencja Ratingowa Fitch potwierdziła długoterminowy rating dla BZ WBK na poziomie BBB z perspektywą stabilną i jednocześnie wycofała rating dla Kredyt Banku. Agencja dodała w uzasadnieniu, że w jej opinii profil kredytowy nowego, połączonego z Kredyt Bankiem podmiotu będzie zbliżony do tego, który prezentował BZ WBK przed połączeniem.



Getin Noble Bank (Akumuluj)

Cena bieżąca: 1,85 PLN

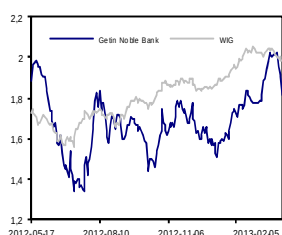
Cena docelowa: 1,9 PLN

Analityk: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkow y	1 052,5	1 369,4	30,1%	1 329,6	-2,9%	1 270,0	-4,5%	Liczba akcji (mln)	2 245,5
Marża odsetkow a	2,8%	2,8%		2,4%		2,2%		MC (cena bieżąca)	4 154,2
WNDB	2 253,0	2 411,2	7,0%	2 182,4	-9,5%	2 182,7	0,0%	Free float	44,3%
Wynik operacyjny*	1 524,3	2 113,0	38,6%	1 463,2	-30,8%	1 377,5	-5,9%		
Zysk brutto	467,0	903,4	93,4%	461,5	-48,9%	444,7	-3,6%		
Zysk netto	450,1	778,0	72,8%	375,0	-51,8%	348,2	-7,1%		
ROE	14,6%	21,4%		8,7%		7,2%		Zmiana ceny: 1m	2,2%
P/E	9,2	5,3		13,1		14,1		Zmiana ceny: 6m	9,0%
P/BV	1,3	1,0		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	-7,6%
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	2,1
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	1,3

* przed kosztami rezerw



Chociaż większość potencjału wzrostu do naszej 9-miesięcznej ceny docelowej na poziomie 1,9 PLN się zmaterializowała, podtrzymujemy naszą rekomendację Akumuluj. Na naszej prognozie zysku netto na 2013 w wysokości 348 mln PLN, Getin Noble Bank jest wyceniany nadal na relatywnie mało wymagających poziomach wskaźnika P/E (14,1x) oraz P/BV (0,98x). Niemniej jednak nie wykluczamy, że w pierwszej połowie 2013 kurs akcji banku może podlegać wahaniom z powodu niepewności, co do jego krótkoterminowych wyników finansowych. Niezmiennie uważamy, że w dłuższym horyzoncie inwestycyjnym i przy pozytywnym scenariuszu rynkowym, inwestycja w walory Getin Noble Banku może okazać się najatrakcyjniejsza w sektorze.

Wyniki sprzedaży Open Finance za 4Q 2012

Open Finance, spółka stowarzyszona Getin Noble Banku, podała wyniki sprzedaży za 4Q 2012. Wartość sprzedanych:

- kredytów hipotecznych spadła o 37% R/R oraz 24% Q/Q do poziomu 1 222 mln PLN,
- produktów regularnego oszczędzania spała o 50% RR oraz 36% Q/Q do 18 mln PLN,
- depozytów spadła o 25% R/R (ale wzrosła o 6% Q/Q) do 1 435 mln PLN,
- jednorazowych planów inwestycyjnych wzrosła o 296% R/R oraz 120% Q/Q do 313 mln PLN oraz
- nieruchomości za pośrednictwem grupy wzrosła o 11% R/R (ale spadła o 19% Q/Q) do 666 mln PLN.

Naszym zdaniem wyniki są słabe. Zwracamy uwagę, że nawet oczekiwany wzrost popytu na hipoteki ze względu na wygasający program „Rodzina na Swoim” nie pomógł utrzymać płaskiej Q/Q sprzedaży. Sądzymy, że na bazie powyższych wyników można się spodziewać dalszego spadku Q/Q wyniku prowizyjnego w Getin Noble Banku.

KNF zgodził się na nabycie zorganizowanego przedsiębiorstwa bankowego Banku DnB Nord

KNF na swoim posiedzeniu 29 stycznia 2013 zgodziła się na nabycie przez Getin Noble Bank zorganizowanej części przedsiębiorstwa bankowego Banku DnB Nord Polska. Przypominamy parametry transakcji ogłoszonej w październiku 2012: Getin Noble Bank zawarł z Bankiem DnB Nord warunkową umowę kupna zorganizowanej części przedsiębiorstwa bankowego. W skład tego przedsiębiorstwa miałyby wchodzić m.in.: oddziały wraz z prowadzoną w tych oddziałach działalnością bankową (39 sztuk), pracownicy nabywanych oddziałów (260), kredyty udzielone spółdzielniom i wspólnotom mieszkaniowym (ponad 700 mln PLN), kredyty dla małych i średnich przedsiębiorstw (ok. 200 mln PLN), kredyty dla klientów detalicznych (ale inne niż hipoteczne, 13 mln PLN), depozyty (potencjalnie portfel nawet większy niż kredyty ogółem) oraz rachunki bankowe (ok. 35 tys. klientów). Na koniec maja 2012 łączna wartość wierzytelności z tytułu kredytów brutto wyniosła 975,5 mln PLN (poniżej 10% całego portfela kredytowego DnB Nord na koniec 2011). Zakładając, że Getin przejmie 100% powyższych aktywów i pasywów (oraz po uwzględnieniu odpowiednich premii i dyskont w stosunku do poszczególnych pozycji) cena zakupu wyniosłaby ok. 5 mln PLN.

Getin Noble Bank jest o krok bliżej do przejęcia części aktywów Banku DnB Nord

Getin Noble Bank poinformował, że uzyskał zgodę Prezesa Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów na nabycie mienia Banku DnB Nord. Ponadto Getin uzyskał z Ministerstwa Finansów decyzję dotyczącą dokonania prawidłowej interpretacji przez bank przepisów prawa podatkowego w zakresie podstawy opodatkowania podatkiem od czynności cywilnoprawnych.



KNF zatwierdził Rosińskiego jako Prezesa Getin Noble Banku

KNF na swoim posiedzeniu 29 stycznia 2013 zgodziła się na powołanie Krzysztofa Rosińskiego na Prezesa Getin Noble Banku.



Handlowy (Trzymaj)

Cena bieżąca: 94,5 PLN

Cena docelowa: 96 PLN

Analityk: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkow y	1 498,8	1 434,4	-4,3%	1 493,0	4,1%	1 446,7	-3,1%	Liczba akcji (mIn)	130,7
Marża odsetkow a	4,0%	3,6%		3,6%		3,5%		MC (cena bieżąca)	12 347,3
WNDB	2 564,8	2 416,3	-5,8%	2 737,7	13,3%	2 461,4	-10,1%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	1 184,4	996,6	-15,9%	1 263,1	26,7%	1 086,0	-14,0%		
Zysk brutto	942,6	921,5	-2,2%	1 186,0	28,7%	981,7	-17,2%		
Zysk netto	754,8	736,4	-2,4%	946,0	28,5%	785,3	-17,0%		
ROE	11,9%	11,4%		13,9%		10,9%		Zmiana ceny: 1m	-5,5%
P/E	16,4	16,8		13,1		15,7		Zmiana ceny: 6m	11,4%
P/BV	1,9	1,9		1,7		1,7		Zmiana ceny: 12m	21,0%
DPS	3,8	5,7		2,8		5,5		Max (52 tyg.)	102,0
Dyield (%)	4,0	6,1		2,9		5,8		Min (52 tyg.)	69,4

* przed kosztami rezerw



Prognozujemy, że w 4Q 2012 Handlowy po raz kolejny zaraportuje wysoki poziom zysku netto - 220 mln PLN (+1% R/R, ale -12% Q/Q). Podobnie jak to miało miejsce w poprzednich kwartałach 2012, spodziewamy się wysokiego poziomu zysku ze sprzedaży obligacji. Zakładamy, że w 4Q 2012 wyniesie on 60 mln PLN (-39% Q/Q), czyli łącznie w całym 2012 ukształtuje się na poziomie 277 mln PLN (10% przychodów ogółem). Niemniej jednak po rekordowym roku 2012, oczekujemy dość drastycznego, jak na bank o defensywnym bilansie, spadku zysków netto w 2013, o 17% do 785 mln PLN. Powodem tego jest znacznie mniejsza skala oczekiwanych przychodów z obligacji. W konsekwencji Handlowy wyceniany jest na mało atrakcyjnym poziomie wskaźnika P/E – 15,7x. Choć bank oferuje atrakcyjną stopę dywidendy - 5,8% (5,5 PLN na akcję), naszym zdaniem ciekawszym pomysłem inwestycyjnym jest PZU, które przy porównywalnej skali prognozowanego spadku zysku netto w 2013, oferuje nie tylko wyższą stopę dywidendy, ale również jest notowane na niższym wskaźniku P/E.



ING BSK (Akumuluj)

Cena bieżąca: 88,6 PLN

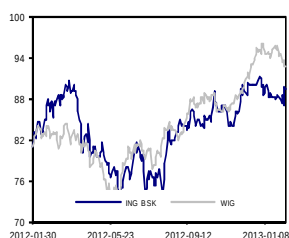
Cena docelowa: 93 PLN

Analityk: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2013-02-06

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkow y	1 627,6	1 851,5	13,8%	2 047,2	10,6%	2 060,2	0,6%	Liczba akcji (mln)	130,1
Marża odsetkow a	2,6%	2,8%		2,8%		2,7%		MC (cena bieżąca)	11 526,9
WNDB	2 682,5	2 895,5	7,9%	3 153,5	8,9%	3 134,6	-0,6%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	1 096,5	1 248,7	13,9%	1 340,4	7,3%	1 330,4	-0,7%		
Zysk brutto	934,1	1 117,5	19,6%	1 007,3	-9,9%	978,4	-2,9%		
Zysk netto	753,1	880,1	16,9%	824,4	-6,3%	782,7	-5,1%		
ROE	14,3%	14,6%		11,8%		9,8%		Zmiana ceny: 1m	0,4%
P/E	15,3	13,1		14,0		14,7		Zmiana ceny: 6m	20,8%
P/BV	2,0	1,8		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m	8,4%
DPS	0,0	1,5		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	91,2
Dyield (%)	0,0	1,7		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	73,9

* przed kosztami rezerw



Ponieważ nasza 9-miesięczna cena docelowa na poziomie 93,0 PLN warunkuje 5% potencjał wzrostu kursu, podwyższamy rekomendację do Akumuluj z Trzymaj. Zwracamy uwagę, że głównym aspektem wyników za 4Q 2012 mogą okazać się odłożone w kapitałach zyski z wyceny obligacji dostępnych do sprzedaży (które naszym zdaniem mogą wynieść ponad 500 mln PLN). Gdyby bank zdecydował się na ich przynajmniej częściową materializację w trakcie 2013, nie wykluczamy, że ING BSK mógłby nawet poprawić wynik netto R/R, co byłoby bardzo atrakcyjnym rezultatem na tle oczekiwań dla sektora. Na naszych konserwatywnych prognozach zysku netto na 2013 (-5% R/R do 783 mln PLN), nieuwzględniających potencjalnych zysków ze sprzedaży obligacji, bank jest notowany na wskaźniku P/E w wysokości 14,7x, czyli z 5% dyskontem względem średniej dla sektora.

Fitch potwierdził ratingi

Agencja ratingowa Fitch potwierdziła długoterminowy rating podmiotu (IDR) ING BSK na poziomie A z perspektywą stabilną, krótkoterminowy rating podmiotu IDR na poziomie 1, rating wiarygodności na poziomie BBB+ oraz rating wsparcia 1. Potwierdzenie ratingów odzwierciedla opinię Fitcha, że istnieje wysokie prawdopodobieństwo, iż ING BSK uzyska w razie potrzeby wsparcie od swojego głównego akcjonariusza – holenderskiego ING Bank NV.



Millennium (Akumuluj)

Cena bieżąca: 4,65 PLN

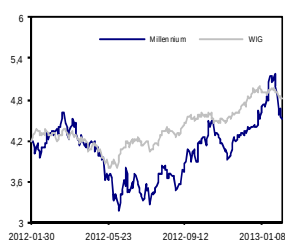
Cena docelowa: 4,8 PLN

Analityk: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkow y	1 009,8	1 190,8	17,9%	1 227,3	3,1%	1 103,8	-10,1%	Liczba akcji (mln)	1 213,1
Marża odsetkow a	2,2%	2,4%		2,4%		2,0%		MC (cena bieżąca)	5 641,0
WNDB	1 714,4	1 901,7	10,9%	1 951,1	2,6%	1 812,7	-7,1%	Free float	34,5%
Wynik operacyjny*	633,0	765,6	20,9%	831,8	8,6%	698,6	-16,0%		
Zysk brutto	407,8	591,1	44,9%	596,0	0,8%	442,1	-25,8%		
Zysk netto	326,0	466,5	43,1%	472,2	1,2%	353,7	-25,1%		
ROE	9,5%	10,8%		10,0%		7,1%		Zmiana ceny: 1m	-2,4%
P/E	17,3	12,1		11,9		16,0		Zmiana ceny: 6m	21,2%
P/BV	1,4	1,2		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	9,7%
DPS	0,0	0,1		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	5,2
Dyid (%)	0,0	2,2		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,2

* przed kosztami rezerw



W styczniu kurs akcji Millennium podlegał znacznym wahanom, które naszym zdaniem wynikały z rynkowych spekulacji odnośnie potencjalnej sprzedaży banku przez BCP. Choć większość potencjału wzrostu kursu akcji względem naszej 9-miesięcznej ceny docelowej na poziomie 4,80 PLN już się zmaterializowało, podtrzymujemy naszą rekomendację Akumuluj. Ponieważ scenariusz M&A nie jest to nasz scenariusz bazowy, zwracamy uwagę na inne aspekty inwestycyjne. Naszym zdaniem najważniejszym z nich jest wrażliwość banku na zmiany kursów walutowych, czyli na pozytywną korelację kursu akcji banku na umacniającą się PLN względem EUR oraz EUR względem CHF. Ponadto, nasza prognoza zysku netto na 2013 w wysokości 354 mln PLN (-25% R/R) wydaje się konserwatywna na tle ambicji Zarządu, który chciałby poprawić wynik R/R. W końcu, zakładamy dynamiczne odbicie się rentowości w 2014 wraz z postępującym ożywieniem gospodarczym.

Wyniki za 4Q 2012: bardzo wysoki wynik handlowy

Millennium wypracował zysk netto za 4Q 2012 na poziomie 126 mln PLN, +1% Q/Q oraz R/R. Wynik netto okazał się o 5-6% wyższy niż rynkowe i nasze oczekiwania (119 mln PLN) dzięki wyższemu niż prognozowany wynikowi handlowemu. W konsekwencji, w całym 2012 bank wygenerował zysk netto na poziomie 472 mln PLN, +1% R/R. Na wyniki 4Q 2012 miały pozytywny wpływ trzy transakcje o nie do końca powtarzalnym charakterze: 1) 16,5 mln PLN przychodów z tytułu sprzedaży obligacji skasyfikowanych jako dostępne do sprzedaży, 2) ok. 13 mln PLN przychodów z tytułu tradingu na instrumentach pochodnych na stopę procentową oraz 3) 13 mln PLN rozwiązanych rezerw w związku ze sprzedażą portfela kredytów niepracujących (co również zaskutkowało wyższą efektywną stopą podatkową).

Wynik odsetkowy (razem ze swapami) spadł o 1% Q/Q do 308 mln PLN, co uważamy za rezultat zadowalający biorąc pod uwagę silny spadek rynkowych stóp procentowych. Marża odsetkowa obniżyła się o 5p.b. Q/Q do 2,40%. Zgodnie z oczekiwaniami wynik prowizyjny obniżył się o 1% Q/Q do 133 mln PLN. Znaczący spadek przychodów z ubezpieczeń (-28% Q/Q z powodu wysokiej bazy 3Q) został rekompensowany przez 32% wzrost Q/Q przychodów z dystrybucji zewnętrznych produktów inwestycyjno-oszczędnościowych. Wynik handlowy był dla nas pozytywnym zaskoczeniem wzrastając aż o 69% Q/Q do 73 mln PLN. Było to możliwe dzięki zyskom z działalności tradingowej: przychodom ze sprzedaży portfela obligacji sklasyfikowanych jako dostępne do sprzedaży (16,5 mln PLN) oraz zyskom na instrumentach pochodnych (ok 13 mln PLN). Wynik z tytułu wymiany walut wzrósł o 7% Q/Q do 44 mln PLN.

Koszty operacyjne okazały się lekko wyższe niż prognozowaliśmy, wzrastając o 3% Q/Q do 285 mln PLN. Wzrost ten wynika z wyższych o 10% Q/Q wydatków rzeczowych z powodu wzrostu kosztów marketingu. Zgodnie z oczekiwaniami saldo rezerw wzrosło o 13% Q/Q do 67 mln PLN. W trakcie konferencji powynikowej banku, Zarząd poinformował, że sprzedał portfel niepracujących kredytów detalicznych o wartości bilansowej 68,5 mln PLN. W wyniku tej operacji, bank uwolnił 13 mln PLN. W konsekwencji odpisy w segmencie detalicznym spadły o 43% Q/Q do 13,5 mln PLN. W 4Q 2012 Millennium zanotował 51% wzrost Q/Q odpisów w segmencie korporacyjnym do 53,8 mln PLN. Zarząd poinformował, że ponad 50% tej kwoty było związane z dorezerwowaniem ekspozycji w sektorze budowlanym (w naszej opinii na PBG).

Zarząd liczy na wzrost zysku netto R/R w 2013

Prezes Millennium Bogusław Kott powiedział, że liczy na poprawę wyniku netto w 2013 R/R. W trakcie konferencji powynikowej Zarząd uszczegółowił powyższą deklarację. Wskazał, że liczy na spadek R/R salda rezerw. W 2012 bank został negatywnie zaskoczony przez sytuację w sektorze budowlanym (naszym zdaniem głównie PBG). Obecnie bank nie dostrzega problemów w żadnym z portfeli kredytowych. Zarząd dodał, że ponad połowa odpisów w segmencie

korporacyjnym w 2012 (czyli przynajmniej 81 mln PLN) była wynikiem niespodziewanych wydarzeń, które nie powinny się powtórzyć w 2013. Co do kosztów operacyjnych, Zarząd banku zamierza je nadal ściśle kontrolować dzięki czemu będą płaskie lub rosnące poniżej inflacji R/R. W naszych prognozach zakładamy płaskie koszty operacyjne R/R, wzrost salda rezerw o 8% R/R (koszt ryzyka +5p.b. R/R do 63p.b.) oraz 7% spadek R/R przychodów ogółem. W konsekwencji prognozujemy 25% spadek wyniku netto R/R. Chociaż nasze prognozy należy uznać za konserwatywne, naszym zdaniem deklarowana poprawa zysku netto R/R jest bardzo ambitnym celem.

Nazwisko nowego Prezesa możemy poznać w kwietniu

Prezes Millennium Bogusław Kott powiedział, że w kwietniu bank może przekazać jakieś informacje na temat zmiany na stanowisku prezesa. Informacja neutralna. Przypominamy, że w kwietniu 2012 bank podał, że Bogusław Kott zostanie zastąpiony na stanowisku prezesa zarządu banku do czerwca 2013 i wejdzie do rady nadzorczej banku.

Millennium może ponownie być wystawione na sprzedaż – prasa

Rzeczpospolita spekuluje, że Millennium ponownie może zostać wystawione na sprzedaż przez BCP. To, według doniesień dziennika, ma wkrótce spłacić pomoc rządową. Jednym ze scenariuszy pozyskania środków jest sprzedaż polskich aktywów. Rzeczpospolita dodaje, że jednym z potencjalnych kupców mogłoby być PKO BP. Przypominamy, że BCP już raz wystawiło Millennium na sprzedaż. Było to pod koniec lipca 2011, kiedy polski bank był wyceniany na wskaźniku 2012 P/BV na poziomie 1,3x (przy cenie 5,33 PLN). Na początku listopada 2011 BCP ogłosiło, że analizuje trzy oferty, które według doniesień prasowych nie były wiążące (w tym rzekomo nie było oferty PKO BP). Wówczas Millennium kosztowało ok. 4,3 PLN, co implikuje wskaźnik 2012 P/BV na poziomie 1,1, a proces sprzedaży nie był kontynuowany. Obecnie Millennium notowane jest na wskaźniku P/BV w wysokości 1,17x na 2012 i 1,10x na 2013.

BCP zaprzecza jakoby rozważało sprzedaż Millennium

Po wcześniejszych doniesieniach prasowych jakoby BCP rozważało ponowne wystawienie Millennium na sprzedaż, rzecznik prasowy BCP poinformował, że plany portugalskiego banku nie zakładają takiego scenariusza w celu sfinansowania 3 mld EUR pomocy rządowej.

Millennium zrolowało o kolejny rok linię kredytową z BCP

Millennium poinformowało, że przedłużył o rok umowę linii kredytowej o charakterze stand-by facility z BCP do 31 stycznia 2014. Jest to linia kredytowa, którą bank ma od 2009 i według naszej wiedzy służy zarządzaniu płynnością.



Pekao (Akumuluj)

Cena bieżąca: 159 PLN

Cena docelowa: 170 PLN

Analityk: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2013-02-06

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkow y	4 103,7	4 557,9	11,1%	4 784,3	5,0%	4 772,5	-0,2%	Liczba akcji (mln)	262,4
Marża odsetkow a	3,1%	3,2%		3,2%		3,1%		MC (cena bieżąca)	41 718,9
WNDB	7 196,9	7 661,4	6,5%	7 773,4	1,5%	7 553,2	-2,8%	Free float	40,8%
Wynik operacyjny*	3 614,0	4 056,4	12,2%	4 230,9	4,3%	3 972,0	-6,1%		
Zysk brutto	3 101,5	3 592,9	15,8%	3 614,6	0,6%	3 180,8	-12,0%		
Zysk netto	2 525,2	2 899,4	14,8%	2 900,7	0,0%	2 567,0	-11,5%		
ROE	13,1%	14,0%		13,1%		11,1%		Zmiana ceny: 1m	-5,0%
P/E	16,5	14,4		14,4		16,3		Zmiana ceny: 6m	4,8%
P/BV	2,1	2,0		1,8		1,8		Zmiana ceny: 12m	-1,2%
DPS	2,9	6,8		5,4		8,3		Max (52 tyg.)	170,5
Dyid (%)	1,8	4,3		3,4		5,2		Min (52 tyg.)	130,2

* przed kosztami rezerw



Po tym jak kurs akcji Pekao spadł o 9% w styczniu w następstwie sprzedaży 9% udziałów przez UniCredit, podwyższamy naszą rekomendację do Akumuluj z Trzymaj poprzednio. Nasza obecna 9-miesięczna cena docelowa na poziomie 170 PLN wskazuje na 7% potencjału wzrostu. Chociaż wydaje się, że bank wyceniany jest na mało atrakcyjnych wskaźnikach (2013 P/E - 16,3x), zwracamy uwagę na bardzo zdrowy bilans banku, czyli wysoki współczynnik wypłacalności oraz niski wskaźnik kredyty/depozytów, co naszym zdaniem zasługuje na relatywną premię. Zwracamy uwagę, że stopa dywidendy z zysku za 2012 jest na atrakcyjnym poziomie 5,2%. W końcu zwracamy uwagę na kwestie techniczne, podczas gdy Handlowy jest zagrożony wypadnięciem z indeksu WIG20, udział Pekao wzrósł.

UniCredit sprzedał 9,1% kapitału Pekao, obniżając swój udział do 50,1%

W dniu 29 stycznia UniCredit sprzedał 23,9 mln akcji Pekao (9,1%) w procesie przyspieszonej książki pobyty po 156 PLN za akcję (6% poniżej ceny zamknięcia dzień wcześniej). Wartość transakcji wyniosła 3,7 mld PLN. Po sprzedaży udział UniCredit w kapitale Pekao wyniósł 50,1%. UniCredit przyjęło na siebie zobowiązanie niesprzedawania akcji Pekao przez rok po transakcji. Pozyskane środki mają zostać przeznaczone na organiczny wzrost grupy w regionie Europy Środkowo-Wschodniej. UniCredit zapewnia, że inwestycja w Pekao pozostaje strategiczną. Lokalne media podały, że około połowa oferowanych akcji trafiła do inwestorów zagranicznych, a ok. 10% dla inwestorów amerykańskich i azjatyckich. W ramach inwestorów polskich, najwięcej kupiły OFE, za ok. 1,3-1,5 mld PLN, czyli ok. 40% transakcji. Zarówno sama transakcja, jak i jej timing były dla nas i dla rynku zaskoczeniem, gdyż 23 stycznia Skarb Państwa razem z BGK sprzedały 12,25% kapitału PKO BP (5,2 mld PLN).

Fitch potwierdził ratingi

Pekao poinformowało, że agencja ratingowa Fitch potwierdziła dotychczasowe ratingi banku. Rating długoterminowy IDR w walutach obcych jest na poziomie 'A-' z perspektywą stabilną, krótkoterminowa ocena IDR w walutach obcych kształtuje się na poziomie 'F2', viability rating jest na poziomie 'a-', a rating wsparcia wynosi '2'.



PKO BP (Kupuj)

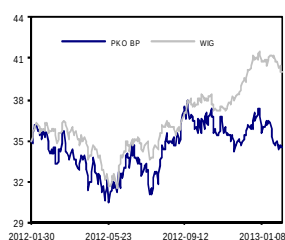
Cena bieżąca: 34,59 PLN Cena docelowa: 40 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2013-02-06

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkow y	6 516,2	7 609,1	16,8%	7 989,3	5,0%	7 413,1	-7,2%	Liczba akcji (mln)	1 250,0
Marża odsetkow a	4,0%	4,2%		4,2%		3,8%		MC (cena bieżąca)	43 237,5
WNDB	10 021,9	10 999,8	9,8%	11 428,2	3,9%	10 614,5	-7,1%	Free float	68,6%
Wynik operacyjny*	5 948,4	6 731,0	13,2%	7 010,0	4,1%	6 100,4	-13,0%		
Zysk brutto	4 079,2	4 780,9	17,2%	4 661,0	-2,5%	3 884,0	-16,7%		
Zysk netto	3 216,9	3 807,2	18,4%	3 729,8	-2,0%	3 108,3	-16,7%		
ROE	15,4%	17,2%		15,7%		12,3%		Zmiana ceny: 1m	-4,3%
P/E	13,4	11,4		11,6		13,9		Zmiana ceny: 6m	2,8%
P/BV	2,0	1,9		1,8		1,7		Zmiana ceny: 12m	-4,1%
DPS	1,9	2,0		1,3		1,5		Max (52 tyg.)	38,0
Dyid (%)	5,5	5,7		3,7		4,3		Min (52 tyg.)	30,5

* przed kosztami rezerw



Po tym jak Skarb Państwa razem z BGK sprzedały 12% kapitału PKO BP, a ryzyko podaży akcji zostało oddalone przynajmniej o pół roku, podwyższamy naszą rekomendację do Kupuj z Akumuluj. Chociaż zakładamy, że RPP jest dopiero w 1/2 cyklu obniżek stóp procentowych, a marża odsetkowa PKO BP jest najbardziej wrażliwa wśród banków przez nas analizowanych na zmiany rynkowych stóp procentowych, uważamy że obecne poziomy wyceny są atrakcyjne. Pomimo naszej konserwatywnej prognozy zysku netto na 2013 w wysokości 3,1 mld PLN, bank notowany jest na wskaźniku P/E na poziomie 13,9x, czyli 11% dyskontem do średniej wyceny sektora. Dodatkowo naszym zdaniem wraz z upływającym czasem, uwaga rynku coraz bardziej będzie się skupiać na potencjale poprawy wyników banku w 2014, a odwracać od niesprzyjającego otoczenia makroekonomicznego, jakie będzie panowało w pierwszym półroczu 2013. Prognozujemy, że zysk netto PKO BP w 2014 odbije się o 14% R/R, czyli silniej niż średnia w sektorze.

Zysk netto za 2012 stabilny R/R – Prezes

Prezes PKO BP powiedział w wywiadzie w TVN CNBC, że zysk netto za 2012 r. będzie porównywalnym z tym za 2011, kiedy wyniósł 3,8 mld PLN. W naszych prognozach zakładamy, że zysk netto za 2012 spadnie o 2% R/R do 3,7 mld PLN. Implikuje on wynik netto za 4Q 2012 na poziomie 855 mln PLN, -10% R/R oraz -7% Q/Q.

PKO BP może być zainteresowane przejęciem lokalnego banku – Prezes

Prezes PKO BP powiedział w wywiadzie w TVN CNBC, że bank może być zainteresowany kupnem lokalnego banku, który zostanie wystawiony na sprzedaż przez zagraniczną spółkę-matkę. Udział rynkowy takiego banku mógłby wynosić nawet 7-8%. Naszym zdaniem powyższa wypowiedź może być związana z aktualizacją średnioterminowej strategii banku, jaką bank zamierza przedstawić przy okazji publikacji wyników za 4Q 2012. Zwracamy uwagę, że już wcześniej pojawiały się wypowiedzi przedstawicieli banku sugerujące takie scenariusze. W ramach spółek przez nas analizowanych, uważamy że takim kandydatem do przejęcia może być Millennium.

PKO BP zamierza wypłacić dywidendę z zysku za 2012

Prezes PKO BP powiedział w wywiadzie w TVN CNBC, że bank zamierza wypłacić dywidendę z zysku za 2012, ale jej wysokość będzie zależać od apetytu na wzrost organiczny i przez akwizycję. Rekomendacja Zarządu odnośnie dywidendy za 2012 będzie gotowa w kwietniu, kiedy będzie znany wynik banku za 1Q 2013. W naszych prognozach zakładamy, że dywidenda z zysku za 2012 wyniesie 50%, czyli 1,49 PLN na akcję, co implikuje stopę dywidendy na poziomie 4,3%. Przypominamy, że zgodnie z rekomendacją KNF, dywidenda mogłaby wynieść nawet 75% zysku netto za 2012.

PKO BP sprzedało 2,44 mld PLN hipotek w 4Q 2012

Wojciech Werochowski, dyrektor bankowości detalicznej PKO BP, powiedział, że sprzedaż hipotek w 4Q 2012 wyniosła 2,44 mld PLN (911 mln PLN w październiku, 777,2 mln PLN w listopadzie oraz 758,5 mln PLN w grudniu), +28% Q/Q oraz +36% R/R. Oznacza to, że w całym 2012 bank sprzedał ok. 7,6 mld PLN kredytów hipotecznych, -16% R/R. Celem banku na 2013 jest utrzymanie wysokiego udziału rynkowego w nowej sprzedaży na poziomie ok. 28%. Z drugiej strony, Werochowski zaznacza, że może oznaczać to brak wzrostu nowej produkcji R/R. Według niego, ostateczny wynik będzie zależał od sytuacji rynkowej. Nasza prognoza sprzedaży hipotek w 2013 zakłada spadek o ok. 10% R/R.

PKO BP rzekomo złożyło nową propozycję Poczcie odnośnie Poczтового

Gazeta Prawna doniosła, że PKO BP miało złożyć Poczcie Polskiej nową ofertę w sprawie aliansu strategicznego z Bankiem Pocztowym. Jak wynika z informacji dziennika, nowy pomysł miałby polegać na stopniowym przejęciu kontroli nad Pocztowym przez PKO BP. W pierwszym etapie PKO BP miałyby rzekomo kupić od Poczty jedynie 25% kapitału Poczowego, co zrównałoby w prawach status PKO BP i Poczty jako akcjonariuszy Banku Poczowego. Według Gazety Prawnej, w takim scenariuszu zostałyby zaspokojone aspiracje Poczty, której strategia opiera się m.in. na sprzedaży w swoich placówkach usług własnego banku. PKO BP zyskałoby realny wpływ na zarządzanie bankiem. Dziennik nie podał ile PKO BP byłoby gotowe zapłacić za 25% Poczowego. Wcześniej PKO BP chciało zapłacić za 75% kapitału banku 240 mln PLN.

Rusza proces poszukiwania inwestora strategicznego dla eService – prasa

Puls Biznesu doniósł, że w PKO BP ruszył proces poszukiwania strategicznego inwestora dla eService, spółki rozliczeniowej banku (przetwarza informacje o transakcjach płatniczych, zarządza siecią akceptacji kart płatniczych oraz świadczy usługi oferowane w oparciu o terminale POS). Według dziennika, na liście chętnych jest osiem podmiotów, a wśród nich rzekomo Global Payments, WorldPay, EVO Payments oraz Six Payments. PKO BP rzekomo nie jest zainteresowane całkowitą sprzedażą podmiotu, chce pozyskać branżowego partnera, z którym stworzy joint venture pozostawiając sobie mniejszościowy udział (między 33% a 49%). Według dziennika wycena eService ma opiewać nawet powyżej 500 mln PLN. Proces due diligence ma ruszyć w lutym, a zamknięcie transakcji może nastąpić jeszcze w 1Q 2013. Na koniec 2011 wartość kapitałów własnych eService wyniosła 86,9 mln PLN, a w trakcie dziewięciu miesięcy 2012 spółka wygenerowała 17,9 mln PLN zysku netto, +12,6% R/R. Wartość inwestycji PKO BP w eService na sprawozdaniu jednostkowym wynosi 55,5 mln PLN. Szacujemy, że w przypadku sprzedaży lub rewaluacji wartości udziałów przy cenie odniesienia na poziomie 500 mln PLN, PKO BP mogłoby wygenerować nawet ok. 330 mln PLN zysku netto na transakcji (ok. 0,26 PLN na akcję). Chociaż informacja o sprzedaży (przynajmniej częściowej) eService nie jest dla rynku nowością, naszym zdaniem w prognozach i wycenie nie są uwzględnione potencjalne zyski na transakcji.

MSP oraz BGK sprzedały łącznie ponad 12% akcji PKO BP po 34,25 PLN

MSP poinformowało na swojej stronie, że wraz z BGK w ramach zakończonego w dniu 23 stycznia procesu budowania książki popytu sprzedało 153,1 mln akcji PKO BP (12,25% kapitału), w tym 25 mln należących bezpośrednio do Skarbu Państwa oraz 125,1 mln należących do BGK. Cena sprzedaży została ustalona na poziomie 34,25 PLN za akcję, czyli 3% poniżej zamknięcia dzień wcześniej oraz 5% powyżej ceny uzyskanej w lipcu 2012 przy okazji poprzedniego procesu budowania książki popytu. Według Wiceministra Skarbu, wpływy ze sprzedaży akcji przez BGK (4,3 mld PLN) zasilą program Inwestycje Polskie, a część sprzedana przez Skarb Państwa (0,9 mld PLN) będzie stanowiła przychody z prywatyzacji na rok 2013. Skarb Państwa podjął się zobowiązania niesprzedawania swoich akcji (lock-up) przez 180 dni od dnia rozliczenia transakcji. Po tej transakcji udział Skarbu Państwa w kapitale PKO BP spadł do 31,4%. Obecnie MSP posiada akcje banku tylko bezpośrednio.

KNF zgodził się na nowego członka Zarządu

PKO BP poinformowało, że KNF zgodził się na powołanie Piotra Mazura na członka Zarządu PKO BP. Mazur jest wiceprezesem odpowiedzialnym za obszar ryzyka i windykacji.

PKO BP otrzymało 150 mln EUR kredytu od EBI

Europejski Bank Inwestycyjny poinformował, że udzielił 150 mln EUR kredytu PKO BP w celu finansowania małych i średnich projektów samorządowych. Jest to trzecia pożyczką jaką otrzymało PKO BP od EBI. Ich łączna wartość to 466 mln EUR.

PKO BP o prognozach dla sektora na 2013

Paweł Borys, dyrektor zarządzający PKO BP, powiedział, że w trakcie roku 2013 bank zamierza bronić swoich udziałów rynkowych. Jego zdaniem w tym roku wolumeny kredytów i depozytów w sektorze mogą wzrosnąć w niskim tempie, w granicy 0-3% R/R. Ponadto wskazał, że przychody banków w 2013 spadną o ok. 10-15%, a koszty ryzyka wzrosną. Spodziewa się, że większym problemem dla banków będą odpisy na ryzyko kredytowe w segmencie korporacyjnym niż w segmencie detalicznym.

Ubezpieczyciele



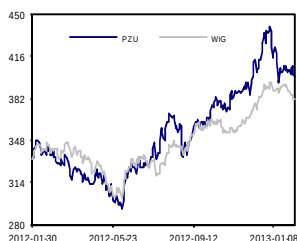
PZU (Akumuluj)

Cena bieżąca: 402,5 PLN Cena docelowa: 435 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2013-02-06

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Składka brutto:	14 541,0	15 279,3	5,1%	16 155,3	5,7%	16 545,2	2,4%	Liczba akcji (mln)	86,4
majątkow a	8 028,5	8 527,5	6,2%	8 679,5	1,8%	8 813,4	1,5%	MC (cena bieżąca)	34 756,8
życiow a	6 512,5	6 751,8	3,7%	6 751,8	0,0%	7 475,7	10,7%	Free float	64,8%
Wynik techniczny	17 066,7	16 491,2	-3,4%	19 365,0	17,4%	19 121,1	-1,3%		
Zysk brutto	3 029,4	2 907,6	-4,0%	4 506,2	55,0%	3 518,7	-21,9%		
Zysk netto	2 439,2	2 345,4	-3,8%	3 661,0	56,1%	2 862,9	-21,8%		
ROE	20,3%	18,3%		26,8%		19,4%		Zmiana ceny: 1m	-3,8%
P/E	14,2	14,8		9,5		12,1		Zmiana ceny: 6m	10,2%
P/BV	2,7	2,7		2,4		2,3		Zmiana ceny: 12m	16,4%
DPS	26,0	22,4		26,0		33,2		Max (52 tyg.)	440,0
Dyielid (%)	6,5	5,6		6,5		8,2		Min (52 tyg.)	292,1



Po tym jak kurs akcji PZU obniżył się o 7% w styczniu, ponownie podwyższamy naszą rekomendację do Akumuluj z Trzymaj. Naszym zdaniem najatrakcyjniejszym aspektem inwestycji w walory największego ubezpieczyciela jest dywidenda. Mimo, że nie wykluczamy, że w 4Q 2012 Spółka może dokonać korekty rezerw techniczno-ubezpieczeniowych, zakładamy że nie wygeneruje to straty na wyniku jednostkowym PZU SA i w konsekwencji Spółka wypłaci dywidendę przynajmniej w wysokości 26 PLN na akcję. Przy obecnej cenie rynkowej daje to stopę dywidendy na poziomie aż 6,5%. W odniesieniu do oczekiwań na 2014 niezmiennie uważamy, że największym zagrożeniem jest zachowanie się rynków finansowych, a w szczególności rynku polskiego długu skarbowego. Przy naszym założeniu, że stopa inwestycji spadnie z 6,5% w 2012 do 5,0% w 2013, prognozujemy 22% spadku zysku netto do 2,9 mld PLN. Pomimo takiej presji na wynik netto, sądzimy, że dywidenda z zysku za 2013 może wzrosnąć o 28% R/R do 33,2 PLN, co implikuje rentowość dywidendową na poziomie 8,2%.

Wynik za 4Q 2012 będzie niższy Q/Q – Prezes

Prezes PZU, Andrzej Klesyk, powiedział w wywiadzie z Rzeczpospolitą, że wynik ubezpieczyciela za 4Q będzie niższy niż za 3Q 2012, kiedy wyniósł 1 123 mln PLN. W nawiązaniu do konferencji powynikowej za 3Q 2012, Prezes ponownie wskazał, że Spółka przygląda się rezerwom i w razie potrzeby zwiększy je.

PZU rozważa pomysł konsolidacji rynku ukraińskiego

Puls Biznesu doniósł, powołując się na słowa Andrzeja Klesyka, że PZU rozważa pomysł konsolidacji rynku ubezpieczeniowego na Ukrainie. Jednocześnie Prezes zastrzega, że do tej pory Spółka nie podjęła żadnych kroków zmierzających do realizacji tego planu. Chociaż zysk netto PZU Ukraina w 2012 wyniósł 5 mln UAH (1,9 mln PLN), to wynik techniczny Spółki pozostał negatywny. PZU twierdzi, że jest to efekt małej skali działalności (chodzi o niekorzystne proporcje między kosztami administracyjnymi a zyskami z działalności ubezpieczeniowej). Obecnie na Ukrainie działa ok. 500 towarzystw ubezpieczeniowych, a PZU Ukraina jest w pierwszej dziesiątce.

Nowy członek Zarządu w PZU Życie

Parkiet podał, że Barbara Smalska została członkiem Zarządu PZU Życie. Zastąpiła Witolda Jaworskiego, który pod koniec grudnia odszedł do grupy Allianz. Smalska pracuje w PZU od 2008. Ostatnio była dyrektorem biura zarządzania produktami w spółce majątkowej PZU, a wcześniej dyrektorem zarządzającym ds. marketingu i produktów indywidualnych w PZU i PZU Życie.

Usługi finansowe



KRUK (Akumuluj)

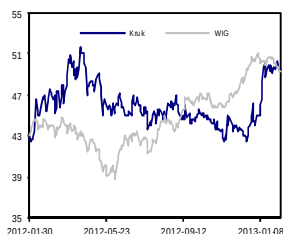
Cena bieżąca: 49,6 PLN

Cena docelowa: 51,5 PLN

Analityk: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2013-02-06

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody ogółem	164,3	274,0	66,8%	336,3	22,7%	362,3	7,7%	Liczba akcji (mln)	17,1
Zakupy wierzycelności	118,1	230,4	95,1%	298,6	29,6%	321,1	7,5%	MC (cena bieżąca)	848,7
Inkaso	44,1	41,0	-7,0%	31,4	-23,4%	29,7	-5,4%	Free float	59,5%
Marża pośrednia	74,7	143,7	92,2%	193,1	34,4%	204,7	6,0%		
Zysk brutto	35,6	68,5	92,5%	83,8	22,3%	99,7	18,9%		
Zysk netto	36,1	66,2	83,5%	78,0	17,8%	86,7	11,2%		
ROE	31,6%	35,9%		28,3%		24,3%		Zmiana ceny: 1m	10,1%
P/E	21,0	12,7		10,9		9,9		Zmiana ceny: 6m	10,1%
P/BV	5,8	3,5		2,7		2,1		Zmiana ceny: 12m	16,3%
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	51,6
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	42,5



Po tym jak kurs akcji Kruka wzrósł o 14% w styczniu, obniżamy naszą rekomendację z Kupuj do Akumuluj. Naszą prognozę zysku netto w wysokości 86,7 mln PLN, +11% R/R, postrzegamy jako realistyczną, tym bardziej że uwzględnia ryzyko stopniowego wzrostu efektywnej stopy podatkowej (do 7% w 2013 z 3,1% w 2012). Niemniej jednak wynik ten należy uznać jako imponujący na tle pozostałych spółek z sektora bankowego, które analizujemy. Na naszej prognozie zysku netto Kruk nadal jest notowany na atrakcyjnym wskaźniku P/E w wysokości 9,9x, czyli z 19% dyskontem względem zagranicznych spółek porównywalnych.

Kruk w 4Q 2012 wydał na portfele 120 mln PLN

Kruk poinformował, że w 4Q 2012 wydał 120 mln PLN (+29% Q/Q, ale -15% R/R) na zakup wierzytelności o wartości nominalnej 1 075 mln PLN (+29% Q/Q, ale -15% R/R). Oznacza to, że średnia cena zakupu wyniosła 11,2% względem 8,6% w całym 2012. Nasza prognoza całoroczna na 2012 implikuje wartość inwestycji w 4Q na poziomie 96 mln PLN. Wynik podany przez Spółkę jest o 13% lepszy, co naszym zdaniem jest informacją pozytywną w perspektywie wyników za rok 2013-2014.

Paliwa, chemia

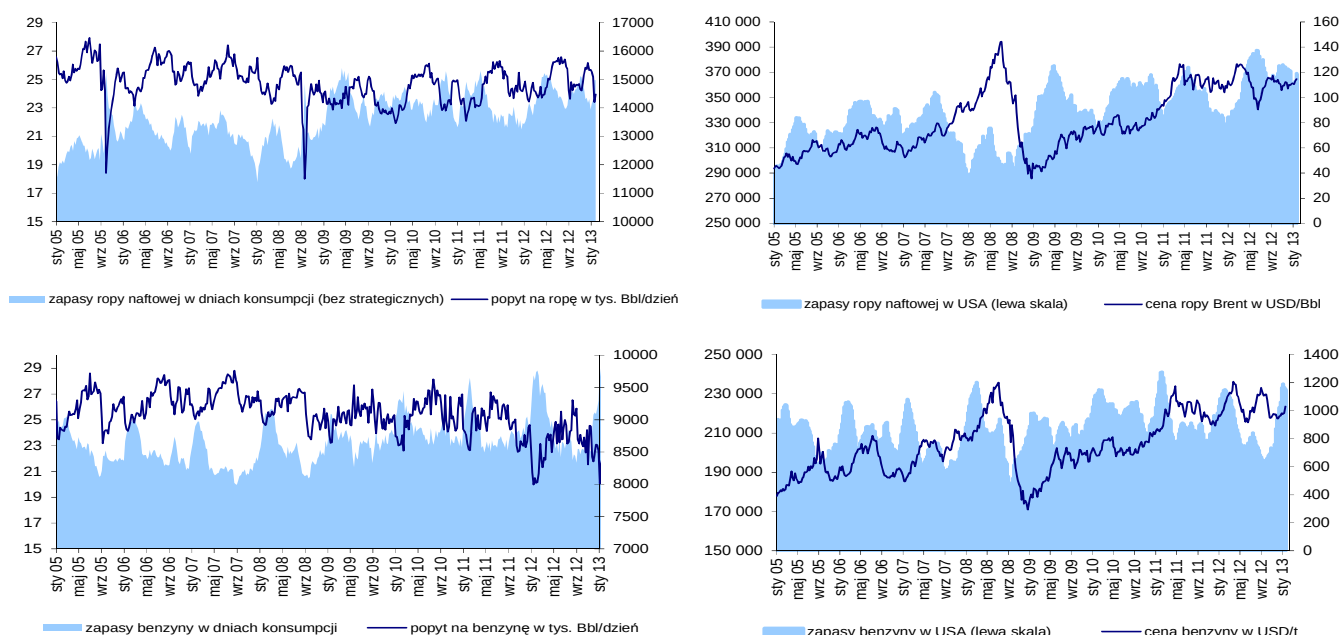
Wyraźny wzrost zapasów ropy w USA, mocny popyt na benzynę

Zapasy ropy w USA w styczniu wzrosły o 9,1 mln baryłek (2,5%), co było pochodną zmniejszającej się aktywności rafinerii (wskaźnik CUR zaczął wracać do normalnego wzorca sezonowego z poziomów przekraczających 90%) przy dalszym wzroście produkcji z lokalnych źródeł oraz stabilnym poziomie importu. Obserwowane w styczniu zwiększenie zapasów paliw (benzyna +2,9%, średnie destylaty +5,3%) wpisuje się w tradycyjne nadbudowanie rezerw w tym okresie roku, ale warto zauważyć że pod koniec miesiąca (przy powrocie rafinerii do przerobu na poziomie 84-85%) notowaliśmy już ich ubytek, co można tłumaczyć poprawiającą się stroną popytową. Konsumpcja benzyny była bowiem w ostatnim miesiącu wyższa w ujęciu R/R aż o 3%, co biorąc pod uwagę fakt że zapasy tego paliwa są zbliżone do ubiegłorocznych, wspiera nasz scenariusz mocnego odbicia marż rafineryjnych wczesną wiosną przy sezonowym zacieśnieniu bilansu popytowo-podażowego, szczególnie w kontekście zapowiadanych kolejnych wyłączeń rafinerii czy planowanych przestojów remontowych, które w ostatnich tygodniach były bardzo ograniczone. Zwracamy również uwagę, że zapasy średnich destylatów, zarówno w USA jak i w Europie znajdują się poniżej poziomów ubiegłorocznych.

Bardzo dobre momentum w petrochemii

Ostatnie tygodnie przynoszą kontynuację wzrostów marż w sektorze petrochemicznym praktycznie we wszystkich kategoriach produktowych, co jest szczególnie istotne w kontekście poliolefin, które ubiegły rok miały dość trudny (stąd dysproporcja w wynikach Orlenu, Unipetrolu i MOL-a). Wyższa rentowność przerobu to z jednej strony efekt zacieśnienia relacji popytowo-podażowych w związku z wcześniejszymi wyłączeniami instalacji oraz dość napiętymi planami przestojów remontowych. W Europie według danych IHS czasowe wyłączenia w perspektywie najbliższego półrocza wyniosą łącznie 2,9 mln ton zdolności produkcyjnych, w tym cracker należący do koncernu Shell o mocach 0,9 mln ton wstrzyma produkcję jeszcze w tym kwartale. Kumulacja niedoborów mocy przypadnie na 2Q, kiedy wyłączone będą 4 instalacje, w tym 2 największe na kontynencie. Dodatkowym wsparciem dla marż była awaria we francuskiej fabryce INEOS (745 tys. ton), która ma powrócić do pracy dopiero w lutym. Tymczasem po stronie popytowej sytuacja zaczęła się poprawiać w związku z widocznym ożywieniem w Chinach, a efekt jest wzmacniany przez niskie stany zapasów związane z przygotowywaniem się klientów na okres dekonunktury. Z punktu widzenia producentów petrochemikaliów duże znaczenie ma również relatywnie tańszy surowiec (nafta) związany m.in. właśnie z ograniczeniami produkcji olefin.

Zapasy ropy i benzyny w USA



Źródło: opracowanie DI BRE na podstawie Departamentu Energii



Ciech (Kupuj)

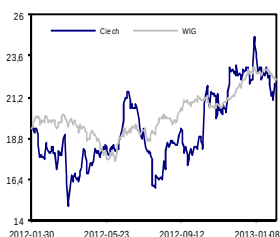
Cena bieżąca: 21,57 PLN

Cena docelowa: 28,3 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 960,3	4 174,5	5,4%	4 454,9	6,7%	3 720,8	-16,5%	Liczba akcji (mln)	52,7
EBITDA	384,7	340,8	-11,4%	59,6	-82,5%	465,1	680,7%	MC (cena bieżąca)	1 136,7
marża EBITDA	9,7%	8,2%		1,3%		12,5%		EV (cena bieżąca)	2 541,4
EBIT	146,9	118,7	-19,2%	-181,4		236,5		Free float	37,8%
Zysk netto	24,3	1,5	-93,8%	-366,8		110,5			
P/E	24,8	754,8				10,3		Zmiana ceny: 1m	-8,1%
P/CE	2,3	5,1				3,4		Zmiana ceny: 6m	32,1%
P/BV	0,7	0,9		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	14,1%
EV/EBITDA	5,4	6,5		42,7		4,9		Max (52 tyg.)	24,7
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	14,9



Kumulacja pozwów ze strony Air Products wyraźnie pogorszyła sentyment wokół akcji Ciechu, mimo że wydaje się, że negatywne rozstrzygnięcia tego sporu są mało prawdopodobne. Dodatkowo obciążeniem dla kursu mogły być oczekiwania słabszych wyników za 4Q, w którym można spodziewać się zawiązania rezerw dotyczących gwarancji dla Zachemu oraz innych księgowych operacji obciążających koszty. Niemniej jednak utrzymujemy naszą pozytywną rekomendację, gdyż uważamy, że tendencje w podstawowym biznesie sodowym pozostają korzystne, a ostatni komunikat dotyczący Alwerni może ożywić ponownie spekulację o dalszych dezinvestycjach, w tym o sprzedaży Sarzyny, która mogłaby przynieść wpływ nawet 350-400 mln PLN.

Przedwstępna umowa sprzedaży Alwerni

Ciech podpisał z międzynarodową Grupą Kermas przedwstępną umowę sprzedaży akcji Alwerni za 13,4 mln USD. Warunkiem finalizacji jest, oprócz zgody UOKiK, spłata pożyczki udzielonych przez Ciech na 14,2 mln PLN. Łączna kwota transakcji (EV) może wynieść więc 55,6 mln PLN, co będzie implikować wskaźnik EV/EBITDA na atrakcyjnym poziomie 7,4.

Kolejne pozwy od Air Products

Air Products złożył pozew arbitrażowy przy Międzynarodowej Izbie Handlowej przeciwko Zachem w sprawie rozwiązania umowy na dostawy aminy. Wnioskuje o zapłatę 98,6 mln USD oraz o dodatkowe odszkodowanie w nieoznaczonej kwocie. W styczniu także Ciech za pośrednictwem amerykańskiego sądu rejonowego w Stanie Pensylwania otrzymał pozew w sprawie uznania odpowiedzialności Ciechu za szkody wyrządzone Air Products. Amerykański koncern uważa, że Ciech prowadził oszukańcze działania w celu doprowadzenia do ustępstw cenowych oraz ingerował w sposób niedozwolony w stosunki umowne łączące Zachem i Air Products. Szkody szacuje na 16 mln USD (ustępstwa cenowe) oraz na 98 mln USD (utraczone zyski). Ciech uważa pozew w całości za bezzasadny, a dodatkowo zamierza podnieść zarzuty braku jurysdykcji sądu amerykańskiego. Air Products po wcześniejszym wniosku o zabezpieczenie praw w polskim sądzie, teraz próbuje dochodzić odszkodowania w arbitrażu, a także włączyć do postępowania Ciech, który formalnie nie był zaangażowany w umowę Zachemu. Nadal uważamy, że ogólnie dostępne informacje wskazują na rację Zachemu w tej sprawie. W przypadku arbitrażu nawet w przypadku przegranej w tym sporze ryzyko regresu do Ciechu jest niewielkie. Ryzykiem jest natomiast postępowanie skierowane przeciwko spółce matce polskiego koncernu, gdyż do czasu rozstrzygnięcia będzie to stanowić obciążenie dla kursu (utrudnienie dla potencjalnego procesu prywatyzacji). Możliwym pozytywnym scenariuszem byłoby odrzucenie na pierwszej rozprawie w USA pozwu Air Products z przyczyn formalnych (jurysdykcja sądu stanowego nie powinna obejmować sporu handlowego), ale na dzień dzisiejszy nie można tego przesądzać.



Lotos (Trzymaj)

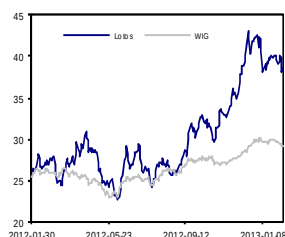
Cena bieżąca: 39,5 PLN

Cena docelowa: 37,4 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2013-02-06

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	19 662,8	29 259,6	48,8%	34 246,4	17,0%	30 422,1	-11,2%	Liczba akcji (mln)	129,9
EBITDA	1 451,3	1 693,4	16,7%	903,9	-46,6%	1 376,9	52,3%	MC (cena bieżąca)	5 130,0
marża EBITDA	7,4%	5,8%		2,6%		4,5%		EV (cena bieżąca)	12 165,2
EBIT	1 061,4	1 084,8	2,2%	251,6	-76,8%	746,7	196,8%	Free float	46,8%
Zysk netto	679,2	649,0	-4,4%	554,6	-14,5%	616,1	11,1%		
P/E	7,6	7,9		9,2		8,3		Zmiana ceny: 1m	0,1%
P/CE	4,8	4,1		4,3		4,1		Zmiana ceny: 6m	42,4%
P/BV	0,7	0,7		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	47,8%
EV/EBITDA	7,6	7,3		13,5		8,0		Max (52 tyg.)	43,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	22,7



Akcje Lotosu zanotowały w styczniu korektę i w związku z niewielkim już odchyleniem od naszej ceny docelowej zamykamy naszą negatywną rekomendację. Dodatkowym mocnym argumentem za podwyższeniem zalecenia jest obserwowana poprawa makro w sektorze rafineryjnym, która może już sygnalizować oczekiwany przez nas sezonowy wzrost marż w obliczu odbicia po stronie popytowej (wzrost konsumpcji benzyny w USA o 3% r/r) przy stabilnej podaży i podobnych lub niższych r/r zapasach paliw. Niemniej jednak uważamy, że ze względu na wysoki wskaźnik zadłużenia, brak ekspozycji na rosnący segment petrochemiczny oraz znacznie wyższą wycenę (20% premii na EV/EBITDA LIFO) lepszym wyborem w ramach sektora pozostają akcje PKN Orlen.



MOL (Trzymaj)

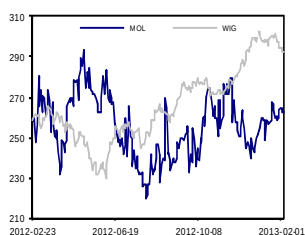
Cena bieżąca: 262,5 PLN

Cena docelowa: 254,57 PLN

Analityk: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-06

(mld HUF)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	4 299,7	5 343,2	24,3%	5 493,2	2,8%	5 521,3	0,5%	Liczba akcji (mln) 104,5
EBITDA	526,0	603,0	14,6%	548,1	-9,1%	575,7	5,0%	MC (cena bieżąca) 27 436,3
marża EBITDA	12,2%	11,3%		10,0%		10,4%		EV (cena bieżąca) 46 457,7
EBIT	245,5	253,2	3,1%	235,9	-6,8%	264,0	11,9%	Free float 31,3%
Zysk netto	104,0	153,7	47,8%	187,3	21,9%	158,1	-15,6%	
P/E	18,8	12,7		10,4		12,3		Zmiana ceny: 1m 1,0%
P/CE	5,1	3,9		3,9		4,2		Zmiana ceny: 6m 13,4%
P/BV	1,4	1,2		1,1		1,1		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	6,4	5,7		6,0		5,8		Max (52 tyg.) 293,1
Dywidenda (%)	0,0	0,0		2,3		4,1		Min (52 tyg.) 220,0



Po słabym roku ubiegłym początek tego akcjonariusze MOL mogą uznać za umiarkowanie udany, gdyż kurs zanotował w styczniu około 5% wzrost napędzany zapewne droższą ropą. W naszej opinii notowania surowca były jednak wspierane głównie przez czynniki geopolityczne (wzrost napięcia na Bliskim Wschodzie) oraz decyzję o obniżeniu produkcji przez OPEC, tak więc czas oddziaływania na rynek może być krótki. Obecnie utrzymujemy zatem neutralną rekomendację dla akcji MOL, gdyż naszym zdaniem presja podażowa będzie skutecznie przeciwdziałać dalszym wzrostom cen ropy. Pozytywnych trendów spodziewamy się natomiast w obszarze rafinerii i petrochemii, na które węgierski koncern ma relatywnie mniejszą ekspozycję niż polscy konkurenci.



PGNiG (Trzymaj)

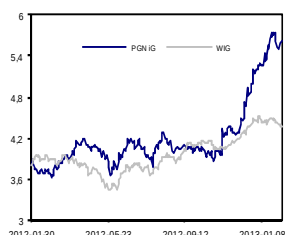
Cena bieżąca: 5,7 PLN

Cena docelowa: 4,25 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-05

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	21 281,2	23 003,5	8,1%	26 242,4	14,1%	27 620,1	5,2%	Liczba akcji (mIn)	5 900,0
EBITDA	4 411,4	3 259,6	-26,1%	5 327,7	63,4%	5 835,4	9,5%	MC (cena bieżąca)	33 630,0
marża EBITDA	20,7%	14,2%		20,3%		21,1%		EV (cena bieżąca)	40 631,7
EBIT	2 886,7	1 685,5	-41,6%	3 323,0	97,1%	3 332,4	0,3%	Free float	27,4%
Zysk netto	2 453,7	1 626,8	-33,7%	2 886,7	77,5%	2 499,7	-13,4%		
P/E	13,7	20,7		11,6		13,5		Zmiana ceny: 1m	6,5%
P/CE	8,5	10,5		6,9		6,7		Zmiana ceny: 6m	35,5%
P/BV	1,4	1,4		1,2		1,2		Zmiana ceny: 12m	48,4%
EV/EBITDA	7,8	11,4		7,6		6,7		Max (52 tyg.)	5,8
Dyid (%)	0,4	2,0		0,0		2,6		Min (52 tyg.)	3,6



W styczniu akcje PGNiG kontynuowały pozytywne tendencje, które zapewne są jeszcze odpryskiem poprawy sentymentu związanym z aneksem do kontraktu jamalskiego, tym bardziej, że zbliżamy się do publikacji wyników za 4Q, w których pojawi się zapowiedziana wysoka kwota kompensaty. Rynek ignorował nawet niepokojące doniesienia o niepowodzeniach na kluczowej koncesji łupkowej Lubocino. Zgodnie z zapowiedziami wkrótce opublikujemy aktualizację naszych prognoz i wyceny Spółki (widzimy potencjał do rewizji w górę w związku z zapowiedziami cięcia wydatków oraz niższymi kosztami wydobycia w Norwegii), stąd mimo aktualnej wyższej ceny rynkowej utrzymujemy neutralną rekomendację.

Problemy ze szczelinowaniem na odwiercie Lubocino

Według doniesień PAP, opartych na dwóch relacjach geologów, PGNiG ma problemy ze szczelinowaniem na odwiercie Lubocino, choć na razie nie wiadomo, jakie są tego przyczyny. Od 4 stycznia Halliburton podejmował kilka prób szczelinowania, które nie zakończyły się sukcesem. PGNiG potwierdziło, że „ze względu na specyficzne warunki geologiczne na niektórych etapach przeprowadzonych prac osiągnięte rezultaty różniły się od przyjętych pierwotnie założeń. Dlatego harmonogram działań został wydłużony. Obecnie trwają przygotowania do kolejnego etapu prac. Na bieżąco wprowadzane są modyfikacje i zmiany do projektu w celu uzyskania optymalnych wyników.” Na razie nie wiadomo czy przyczyny leżą w geologii czy raczej błędach technologicznych przy szczelinowaniu bądź wykonanym odwiercie poziomym. Niemniej jednak potwierdzenie się negatywnych wyników na flagowym odwiercie, dotychczas prezentowanym jako najbardziej perspektywiczny, byłoby mocnym negatywnym sygnałem w całym procesie poszukiwania gazu łupkowego.

Dane operacyjne za 4Q

PGNiG sprzedało w 4Q 4,2 mld m³ gazu (nasze założenia 4,0 mld m³) przy własnym wydobyciu na poziomie 1,1 mld m³ (zgodne z naszą prognozą) i imporcie 3,1 mld m³, z czego 2,6 mld m³ pochodziło z kierunku wschodniego. Sprzedaż ropy sięgnęła 132 tys. ton (nasza prognoza 130 tys. ton). Odchylenia od założeń są niewielkie więc komunikat raczej nie będzie miał wpływu na kurs, szczególnie że w 4Q w segmencie obrotu pojawi się rekompensata od Gazpromu, która może utrudnić interpretację wyników z bieżącej działalności.

Prezes Hinc odchodzi do PGNiG Norway

Sławomir Hinc nieoczekiwanie złożył rezygnację ze stanowiska członka Zarządu PGNiG odpowiedzialnego za finanse ze względu na objęcie funkcji Prezesa PGNiG Norway (od 1 kwietnia). Zgodnie z komunikatem Spółki objęcie przez niego nowej funkcji zapewni sprawne przeprowadzenie procesów konsolidacji działalności na rynkach międzynarodowych, optymalizacji kosztów oraz zintensyfikowanie działań, które przełożą się na wzrost wydobycia gazu ziemnego i ropy naftowej.

Minister na temat wydobycia gazu w Opalinie

Minister Budzanowski na konferencji Forbes Energy powiedział, że w 2015 roku może ruszyć wydobycie gazu ze złoża Opalino, gdzie we wrześniu w pionowym odwiercie PGNiG natrafiło na przepływ gazu konwencjonalnego w czasie poszukiwań pokładów łupkowych. PGNiG nie podaje szczegółów dotyczących tego odwiertu, ale mając na uwadze wstępny etap poszukiwań (jeden odwiert bez szczelinowania z pobraniem rdzenia) oraz ostatnie negatywne doniesienia z odwiertu Lubocino (był to do niedawna sztandarowy projekt w gazie łupkowym z planowaną produkcją w 2014-15) inwestorzy raczej spokojnie będą podchodzić do tego typu zapowiedzi.



PKN Orlen (Trzymaj)

Cena bieżąca: 48,65 PLN Cena docelowa: 50 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2013-01-07

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	83 547,4	106 973,1	28,0%	120 101,6	12,3%	119 350,2	-0,6%	Liczba akcji (mln)	427,7
EBITDA	5 545,7	4 446,4	-19,8%	4 284,5	-3,6%	4 505,0	5,1%	MC (cena bieżąca)	20 808,0
marża EBITDA	6,6%	4,2%		3,6%		3,8%		EV (cena bieżąca)	29 397,7
EBIT	3 123,0	2 066,5	-33,8%	2 024,4	-2,0%	2 318,0	14,5%	Free float	72,5%
Zysk netto	2 371,7	2 363,4	-0,4%	2 344,6	-0,8%	2 019,5	-13,9%		
P/E	8,8	8,8		8,9		10,3		Zmiana ceny: 1m	-1,7%
P/CE	4,3	4,4		4,5		4,9		Zmiana ceny: 6m	27,7%
P/BV	1,0	0,8		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	25,6%
EV/EBITDA	5,6	6,9		6,9		6,4		Max (52 tyg.)	53,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		7,8		Min (52 tyg.)	32,0



Odписy aktywów i słabszy cash flow w 4Q osłabiły nieco notowania Orlenu w styczniu, ale wydaje się że powinno to mieć charakter krótkoterminowy podobnie jak spadek marż rafineryjnych. Obecnie rentowność przerobu uległa już wyraźnej poprawie, a utrzymujące się niskie zapasy paliw zwiększają prawdopodobieństwo realizacji naszego pozytywnego scenariusza dla sektora. Dodatkowo mocnym wsparciem dla wyników Orlenu może być segment petrochemiczny realizujący obecnie bardzo wysokie rentowności (powrót popytu przy napiętym harmonogramie przestojów remontowych w Europie). Nadal czekamy również na ogłoszenie wyroku arbitrażu w sprawie odszkodowania od Jukosu. Na razie utrzymujemy neutralną rekomendację dla akcji Orlenu, aczkolwiek widzimy potencjał do podniesienia prognoz i wyceny (petrochemia).

Wyniki za 4Q'2012

W opublikowanym pełnym raporcie za 4Q w stosunku do wstępnych danych opublikowanych tydzień wcześniej identyfikujemy pewne negatywne różnice, ale wynikają one przede wszystkim z zaokrągleń towarzyszących „trading statement”. Ostatecznie odpisy aktywów dokonane w Ceskiej Rafinerii (Unipetrol) sięgnęły 688 mln PLN, a EBIT LIFO oczyszczony o ten element wyniósł 463 mln PLN (Orlen w komunikacie informował o 0,5 mld PLN). Bazując na porównaniu salda na pozostałej działalności podanym we wstępnym raporcie szacowaliśmy ponadto, że dodatkowe negatywne zdarzenia jednorazowe mogły sięgnąć 150 mln PLN. Pełny raport wskazuje, że 73 mln PLN przypada na segment detaliczny (rezerwy bilansowe), który po oczyszczeniu o ten element wykazałby EBIT wyższy od naszych pierwotnych założeń. Pozostałe koszty pojawiły się w pozycji wydatków nieprzypisanych, które sięgnęły aż 228 mln PLN i były znacznie wyższe od naszych prognoz (m.in. pojawiło się tam 10 mln PLN kosztów z działalności wydobywczej). Słabszy od naszych szacunków okazał się wynik obszaru rafineryjnego (oczyszczony EBIT LIFO 300 mln PLN vs. zakładane 410 mln PLN), gdzie prawdopodobnie zaważyła końcówka roku oraz gorsze rezultaty Unipetrolu. Zgodnie z oczekiwaniami bardzo dobry wynik wypracowała petrochemia, co powinno dobrze nastrajać w kontekście kolejnego kwartału z uwagi na dalszy wzrost marż, zarówno w olefinach i PTA jak i na poliolefinach. Na działalności finansowej nie odnotowaliśmy większych zaskoczeń, a dodatnie różnice kursowe na zobowiązaniach walutowych sięgnęły 135 mln PLN (prognoza 110 mln PLN). Zysk netto został wsparty tarczą podatkową i wyłączeniami straty na mniejszościowych udziałowców Unipetrolu.

Rozczarowujące przepływy pieniężne

Rozczarowujący w wynikach 4Q'2012 okazał się poziom przepływów operacyjnych, które wyniosły zaledwie 380 mln PLN mimo sprzedaży kolejnej transzy zapasów obowiązkowych (kwotę transakcji na 1,2 mld PLN trzeba pomniejszyć o 272 mln PLN pożyczki na pokrycie podatku VAT dla spółki celowej RBS). Przy uwolnieniu gotówki z zapasów i większej aktywności na faktoringu (+1,4 mld PLN) Spółka zdecydowała się na zneutralizowanie tego efektu poprzez zmniejszenie kredytów kupieckich w płatnościach za ropę, gdyż zobowiązania z tego tytułu spadły aż o 3,3 mld PLN (znaczenie mogły mieć również zakończone w grudniu kontrakty długoterminowe). Dodatkowo na poziomie działalności inwestycyjnej zanotowano 0,4 mld PLN odpływu na odkupienie uprawnień emisyjnych (sprzedawanych w transakcji terminowej w poprzednich latach) oraz zakupu udziałów w Petrolocie. W efekcie łączny capex sięgnął 1,3 mld PLN i dług netto Grupy wzrósł do 6,7 mld PLN na koniec grudnia.



Police (Redukuj)

Cena bieżąca: 13 PLN

Cena docelowa: 10,9 PLN

Analityk: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 022,6	2 765,6	36,7%	3 137,4	13,4%	2 928,8	-6,7%	Liczba akcji (mln)	75,0
EBITDA	103,7	336,3	224,3%	244,0	-27,4%	181,2	-25,7%	MC (cena bieżąca)	975,0
marża EBITDA	5,1%	12,2%		7,8%		6,2%		EV (cena bieżąca)	1 090,2
EBIT	29,4	257,7	777,9%	163,2	-36,7%	101,5	-37,8%	Free float	18,1%
Zysk netto	27,4	311,9	1036,9%	136,3	-56,3%	86,0	-36,9%		
P/E	35,5	3,1		7,2		11,3		Zmiana ceny: 1m	2,3%
P/CE	9,6	2,5		4,5		5,9		Zmiana ceny: 6m	10,7%
P/BV	1,7	1,1		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	26,5%
EV/EBITDA	11,6	3,5		4,5		5,4		Max (52 tyg.)	14,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	7,4



Akcje Polic w styczniu zanotowały wzrosty mimo negatywnych tendencji obserwowanych zarówno w obszarze bieli tytanowej jak i amoniaku oraz DAP. Wydaje się, że w kontekście zapowiedzi wobec ZAP rynek zaczął dyskontować możliwe wezwanie ze strony Azotów Tarnów. Aktualna ustawowa cena minimalna wynosi około 12,1 PLN. W naszej opinii Azoty antycypując pogorszenie wyników Polic w kolejnych kwartałach mogą jednak zwlekać z wezwaniem licząc na korzystniejszą cenę. Utrzymujemy negatywną rekomendację.

Sytuacja na rynku zbóż

W styczniu obserwowaliśmy lekkie odbicie notowań kukurydzy na rynku amerykańskim (+4,8%), co było pochodną obniżenia prognozy zapasów tego zboża przez USDA. Departament Rolnictwa szacował w swoim miesięcznym raporcie, że choć zbiory powinny być w sezonie 2012/13 wyższe o 3,2 mln ton od poprzednich prognoz to z nawiązką zneutralizuje to wyższa konsumpcja (+5,6 mln ton) zlokalizowana przede wszystkim w USA. W przypadku pszenicy dane USDA okazały się neutralne dla notowań, a w Europie praktycznie dla obydwu zbóż zamknięcie stycznia było zbliżone do cen z końca grudnia. Wydaje się, że nadal inwestorzy obawiają się, że przy braku porównywalnych klęsk żywiołowych w kolejnym sezonie podaż ziarna istotnie wzrośnie w sezonie 2013/14. Jeśli rekordowe zasiewy kukurydzy w USA się powtórzą i tym razem upraw nie zniszczy susza oraz zrealizują się obecne prognozy wzrostu produkcji pszenicy w UE (wzrost zasiewów o 4,8% i wzrost produkcji o 9,2% oczekiwany przez Strategię Grains) to w otoczeniu słabszego wzrostu światowej gospodarki może to wpłynąć na wyraźne odbudowanie się zapasów ziarna. Dodatkowym argumentem mogą być spodziewane wyższe o 10 mln ton zbiory w Rosji.



ZA Puławy (Trzymaj)

Cena bieżąca: 129,7 PLN Cena docelowa: 123,4 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010/11	2011/12P	zmiana	2012/13P	zmiana	2013/14P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 882,3	3 948,3	37,0%	3 682,5	-6,7%	3 592,1	-2,5%	Liczba akcji (mln)	19,1
EBITDA	413,6	778,5	88,2%	435,8	-44,0%	336,4	-22,8%	MC (cena bieżąca)	2 479,2
marża EBITDA	14,3%	19,7%		11,8%		9,4%		EV (cena bieżąca)	2 235,9
EBIT	327,6	664,0	102,7%	301,1	-54,7%	187,0	-37,9%	Free float	40,0%
Zysk netto	279,4	600,5	115,0%	263,4	-56,1%	176,1	-33,1%		
P/E	8,9	4,1		9,4		14,1		Zmiana ceny: 1m	-3,4%
P/CE	6,8	3,5		6,2		7,6		Zmiana ceny: 6m	15,7%
P/BV	1,3	1,0		1,0		1,0		Zmiana ceny: 12m	36,3%
EV/EBITDA	5,8	2,5		5,1		6,7		Max (52 tyg.)	144,1
Dyid (%)	0,8	2,8		8,9		5,3		Min (52 tyg.)	86,6



Kurs akcji ZAP w styczniu wyraźnie odczuł brak wsparcia związanego z zakończonym wezwaniem ze strony Tarnowa. Od strony fundamentalnej na razie otoczenie dla Spółki nie uległo istotnym zmianom, z jednej strony odczuwa ona poprawę cen na rynku melaminy, a z drugiej negatywnie na wyniki wpływa segment kaprolaktamu, gdzie marże przerobowe spadły już poniżej minimum z 2008 roku. W sektorze nawozowym na razie obserwujemy stabilizację, choć zarysowujące się negatywne tendencje w notowaniach zbóż mogą infekować wyniki w drugiej połowie roku. W najbliższych tygodniach akcjonariusze większą uwagę będą jednak zwracać na decyzję ZAT w sprawie kolejnego wezwania. Minimalna cen ustawowa wynosi około 132 PLN. Pozostawiamy neutralną rekomendację.

Wyniki wezwania ZA Tarnów

W wyniku wezwania zakończonego 10 stycznia udział Azotów Tarnów w kapitale ZAP zwiększył się z 10,3% do 83,7%, co oznacza że poza MSP na ofertę zamiany akcji odpowiedziało pozytywnie około 58% akcjonariuszy Puław. Zarząd ZAT zapowiedział, że bez zbędnej zwłoki ogłosi wezwanie na pozostałe akcje ZAP, gdyż nie zdecydował się na redukcję zapisów do progu 66%. Aktualnie średnia notowań ZAP za ostatnie 3 miesiące i 6 miesięcy wynosi odpowiednio 132 PLN i 125 PLN.

Sytuacja na rynku zbóż

W styczniu obserwowaliśmy lekkie odbicie notowań kukurydzy na rynku amerykańskim (+4,8%), co było pochodną obniżenia prognozy zapasów tego zboża przez USDA. Departament Rolnictwa szacował w swoim miesięcznym raporcie, że choć zbiory powinny być w sezonie 2012/13 wyższe o 3,2 mln ton od poprzednich prognoz to z nawiązką zneutralizuje to wyższa konsumpcja (+5,6 mln ton) zlokalizowana przede wszystkim w USA. W przypadku pszenicy dane USDA okazały się neutralne dla notowań, a w Europie praktycznie dla obydwu zbóż zamknięcie stycznia było zbliżone do cen z końca grudnia. Wydaje się, że nadal inwestorzy obawiają się, że przy braku porównywalnych klęsk żywiołowych w kolejnym sezonie podaż ziarna istotnie wzrośnie w sezonie 2013/14. Jeśli rekordowe zasiewy kukurydzy w USA się powtórzą i tym razem upraw nie zniszczy susza oraz zrealizują się obecne prognozy wzrostu produkcji pszenicy w UE (wzrost zasiewów o 4,8% i wzrost produkcji o 9,2% oczekiwany przez Strategię Grains) to w otoczeniu słabszego wzrostu światowej gospodarki może to wpłynąć na wyraźne odbudowanie się zapasów ziarna. Dodatkowym argumentem mogą być spodziewane wyższe o 10 mln ton zbiory w Rosji.

Energetyka

Konsumpcja energii w grudniu -0,88% R/R

W grudniu zużycie energii spadło w ujęciu R/R o 0,88%, co było znacznie lepszym odczytem niż listopadowe -2,9%, ale należy przy tym uwzględnić odmienne warunki pogodowe w tych miesiącach. W listopadzie w ujęciu R/R temperatury były średnio o 3,4 stopnia wyższe, natomiast w grudniu aż o 5 stopni niższe, co miało kluczowy wpływ na konsumpcję prądu. W grudniu eksport energii był tylko nieznacznie niższy w ujęciu R/R, co implikowało również mniejszy spadek produkcji ogółem w porównaniu do odczytu z poprzedniego miesiąca. Elektrownie na węgiel kamienny zanotowały nawet wzrost w ujęciu R/R o 2,8%. Spadek zanotowaliśmy natomiast w przypadku węgla brunatnego (-8,6%), co było pochodną remontów w Elektrowni Turów i zawyżonej bazy w Bełchatowie z 2011 roku (wówczas w dłuższym remoncie był tylko jeden blok, a teraz 2).



CEZ (Trzymaj)

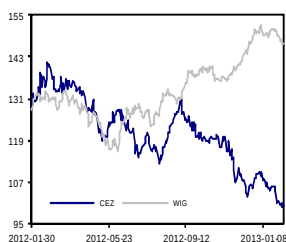
Cena bieżąca: 100,7 PLN

Cena docelowa: 109,2 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2012-11-30

(mIn CZK)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)
Przychody	198 848,0	209 761,0	5,5%	204 201,0	-2,7%	190 910,3	-6,5%	Liczba akcji (mln) 538,0
EBITDA	88 848,0	87 312,0	-1,7%	85 340,4	-2,3%	83 322,7	-2,4%	MC (cena bieżąca) 54 175,6
marża EBITDA	44,7%	41,6%		41,8%		43,6%		EV (cena bieżąca) 84 429,6
EBIT	64 788,0	61 542,0	-5,0%	58 345,2	-5,2%	55 532,7	-4,8%	Free float 29,3%
Zysk netto	47 051,0	40 756,0	-13,4%	40 720,6	-0,1%	40 045,6	-1,7%	
P/E	7,1	8,2		8,2		8,3		Zmiana ceny: 1m -6,6%
P/CE	4,7	5,0		4,9		4,9		Zmiana ceny: 6m -11,5%
P/BV	1,5	1,5		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m -22,9%
EV/EBITDA	5,4	5,8		6,1		6,2		Max (52 tyg.) 141,5
Dywidenda (%)	8,5	8,0		7,3		7,4		Min (52 tyg.) 100,0



Negatywne tendencje w kursie akcji CEZ były w styczniu kontynuowane, co miało bezpośredni związek z nieudanym głosowaniem na Komitecie Energetycznym PE w sprawie przesunięcia części uprawnień do emisji CO₂ na aukcje w późniejszych latach. W efekcie zarysowującego się sprzeciwu większości państw UE wobec tego rozwiązania obserwowaliśmy tąpnięcie notowań certyfikatów w ślad za którymi spadły ceny energii zbliżając się do poziomu 40 EUR/MWh. Taka sytuacja uderza w CEZ poprzez naturalną korelację z CO₂ (niski wskaźnik emisji) i perspektywę spadku przychodów, która ze względu na mniejszą skalę transakcji zabezpieczających może być już widoczna w tym roku (Spółka ze względu na niepewność dostaw węgla z Czech Coal pozostawiła większą otwartą pozycję). Zwracamy ponadto uwagę, że CEZ ma zabezpieczone około 20 mln ton CO₂ po 15 EUR/t. W przypadku utrzymania się obecnych cen widzimy podstawy do obniżenia prognoz na rok 2014 i dlatego mimo ostatnich spadków kursu utrzymujemy neutralną rekomendację dla CEZ.

CEZ nie wyklucza udziału w prywatyzacji Energi

Szef CEZ Polska podkreślił, że polski rynek jest dla koncernu kluczowy i CEZ zamierza zwiększać tu swoją ekspozycję, chociażby przez rozwój farm wiatrowych. Spółka nie wyklucza również udziału w prywatyzacji Energi, co pozwoliłoby na uzupełnienie profilu działalności o dystrybucję. Nic nie jest jednak przesądzone, a priorytetem pozostaje budowa bloku jądrowego w Czechach. Prywatyzacja Energi przez branżowego inwestora oznaczałaby brak dużej potencjalnej podaży akcji energetycznych na GPW. Ocena takiej akwizycji w przypadku CEZ oczywiście będzie zależała od zaproponowanej ceny.



Enea (Akumuluj)

Cena bieżąca: 15,2 PLN

Cena docelowa: 17,55 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2012-11-30

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	7 836,9	9 688,9	23,6%	9 953,7	2,7%	9 721,8	-2,3%	Liczba akcji (mln)	441,4
EBITDA	1 364,6	1 555,8	14,0%	1 664,2	7,0%	1 479,4	-11,1%	MC (cena bieżąca)	6 709,9
marża EBITDA	17,4%	16,1%		16,7%		15,2%		EV (cena bieżąca)	4 856,3
EBIT	712,0	844,2	18,6%	867,3	2,7%	670,4	-22,7%	Free float	29,9%
Zysk netto	639,3	793,3	24,1%	750,6	-5,4%	566,1	-24,6%		
P/E	10,5	8,5		8,9		11,9		Zmiana ceny: 1m	-6,1%
P/CE	5,2	4,5		4,3		4,9		Zmiana ceny: 6m	-7,7%
P/BV	0,7	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-17,8%
EV/EBITDA	2,9	2,8		2,9		4,2		Max (52 tyg.)	18,2
Dyid (%)	2,5	2,9		3,2		3,4		Min (52 tyg.)	14,5



Kurs akcji Enei wpisuje się w ogólne tendencje w sektorze, a dodatkowo negatywnie mogą wpływać na niego oczekiwania relatywnie słabszych wyników za 4Q (spodziewamy się większych rezerw bilansowych z uwagi na ich brak w poprzednich kwartałach). W krótkim terminie relatywnie korzystny profil działalności Spółki przy obecnych tendencjach makro (wysoki udział dystrybucji vs. wytwarzanie) może mieć więc drugorzędne znaczenie. Niemniej jednak utrzymujemy pozytywną rekomendację, tym bardziej, że dodatkowym wsparciem w drugim półroczu może być powrót do prywatyzacji, szczególnie, że koncern jest wyceniany poniżej swojego WRA.



PGE (Trzymaj)

Cena bieżąca: 17,21 PLN

Cena docelowa: 18,1 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2012-11-30

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	20 471,4	28 111,4	37,3%	29 302,2	4,2%	27 506,6	-6,1%	Liczba akcji (mln)	1 869,8
EBITDA	6 804,4	6 855,0	0,7%	8 340,2	21,7%	6 197,2	-25,7%	MC (cena bieżąca)	32 179,0
marża EBITDA	33,2%	24,4%		28,5%		22,5%		EV (cena bieżąca)	28 709,2
EBIT	4 149,2	4 144,5	-0,1%	5 424,5	30,9%	3 360,2	-38,1%	Free float	38,1%
Zysk netto	2 990,3	4 936,1	65,1%	4 429,0	-10,3%	2 803,7	-36,7%		
P/E	10,8	6,5		7,3		11,5		Zmiana ceny: 1m	-11,7%
P/CE	5,7	4,2		4,4		5,7		Zmiana ceny: 6m	-11,5%
P/BV	0,9	0,8		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	-14,8%
EV/EBITDA	4,8	4,2		3,4		4,9		Max (52 tyg.)	20,9
Dyid (%)	4,9	4,4		10,6		6,9		Min (52 tyg.)	16,9



Akcje PGE wpisały się w negatywne tendencje w sektorze, ale w kontekście obecnych warunków makro (dalszy spadek cen energii i uprawnień do emisji) widzimy potencjał do większego zróżnicowania notowań spółek z sektora. PGE w ramach selekcji sektorowej wypada obok CEZ najsłabiej, gdyż w największym stopniu odczuje ewentualne utrzymanie obecnej niekorzystnej sytuacji na rynku energii. Nadal uważamy, że konsensus wyników na rok 2013 jest zbyt ambitny (potencjał spadku szacujemy na 10%). W perspektywie kilku miesięcy wsparciem dla kursu może być perspektywa wysokiej stopy dywidendy, ale wcześniej nie można jeszcze wykluczyć kolejnej porcji podaży akcji MSP. Utrzymujemy neutralną rekomendację, a w ujęciu relatywnym zalecamy niedowrażanie PGE kosztem Tauronu i Enei.

Wygrany spór o KDT-y w ZEDO

Sąd Apelacyjny w Warszawie oddalił apelację URE w sprawie ustalenia wysokości korekty rekompensat KDT dla ZEDO za rok 2009. Przedmiot sporu wynosił 93 mln PLN. Wyrok jest prawomocny, ale URE może wnieść o kasację. Sporne kwoty dotyczące rekompensat KDT wynoszą łącznie 673 mln PLN. Powyższa decyzja sądu powinna pozwolić PGE na rozpoznanie 93 mln PLN w wynikach finansowych.

Współpraca badawcza z RWE

PGE podpisała list intencyjny z RWE dotyczący współpracy na rzecz rozwoju sektora energetycznego w Polsce. Grupa Kapitałowa PGE oraz RWE AG będą współpracować w trzech obszarach: rozwoju myśli technicznej dotyczącej przyszłych systemów dostarczających energię elektryczną, programów badawczo-rozwojowych w istotnych obszarach technologicznych oraz wymiany wiedzy w zakresie kształcenia i podnoszenia poziomu kadr.



Tauron (Kupuj)

Cena bieżąca: 4,4 PLN

Cena docelowa: 6,16 PLN

Analitik: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2012-11-30

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	15 428,9	20 755,2	34,5%	25 336,2	22,1%	24 326,9	-4,0%	Liczba akcji (mln)	1 752,5
EBITDA	2 758,0	3 022,6	9,6%	3 863,7	27,8%	3 324,9	-13,9%	MC (cena bieżąca)	7 711,2
marża EBITDA	17,9%	14,6%		15,2%		13,7%		EV (cena bieżąca)	13 254,8
EBIT	1 399,3	1 611,5	15,2%	2 219,9	37,8%	1 560,9	-29,7%	Free float	54,5%
Zysk netto	858,7	1 220,0	42,1%	1 508,3	23,6%	966,6	-35,9%		
P/E	9,0	6,3		5,1		8,0		Zmiana ceny: 1m	-9,6%
P/CE	3,5	2,9		2,4		2,8		Zmiana ceny: 6m	-5,4%
P/BV	0,5	0,5		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-18,5%
EV/EBITDA	3,0	4,0		3,4		4,6		Max (52 tyg.)	5,6
Dyld (%)	0,1	3,4		7,0		6,8		Min (52 tyg.)	4,1



Tauron mimo dobrego początku zakończył styczeń pod kreską i nadal nie może zerwać korelacji z PGE mimo zdecydowanie odmiennej (znacznie mniejszej) ekspozycji na bieżące negatywne tendencje w sektorze (spadające ceny energii, przecena uprawnień emisyjnych). Zwracamy uwagę, że ponad 80% EBITDA w 2013 roku Spółka wygeneruje z regulowanych segmentów dystrybucji i ciepła oraz w ramach działalności obrotu. W tym ostatnim przypadku upatrujemy wyraźnej poprawy wyników w relacji do i tak bardzo dobrego pod tym względem roku 2012, co będzie pochodną spadających kosztów energii i świadectw pochodzenia przy stabilnej taryfie G. Wyniki za 4Q powinny przynieść kontynuację dobrych tendencji z całego roku 2012, a pierwszy kwartał 2013 będzie stanowił jasny argument za podwyższeniem niskiego konsensusu. Utrzymujemy rekomendację Kupuj.

Program oszczędnościowy na lata 2013-15

Tauron przedstawił program oszczędnościowy, który łącznie w latach 2013-15 ma przynieść redukcję kosztów o 864 mln PLN, z czego 239 mln PLN będzie widoczne już w 2013 roku. W kolejnych latach te oszczędności będą się zwiększać odpowiednio do 291 mln PLN i 334 mln PLN. Głównie będą skoncentrowane w obszarze dystrybucji (416 mln PLN) i wytwarzania (377 mln PLN). Zarząd przedstawił konkretne inicjatywy, które mają przynieść wspomnianą redukcję kosztów. Ważną informacją jest to, że efekty będą już widoczne w 2013 roku i to w kwocie 239 mln PLN. W naszych prognozach zakładaliśmy tylko 100 mln PLN spadku kosztów w związku z brakiem rezerw na PDO. Generalnie uważamy, że rynek w prognozach na 2013 nie doszacowuje potencjału redukcji wydatków w Tauronie.

Wybór oferty na Jaworzno

Zarząd Tauronu podjął decyzję w sprawie przetargu na nowy blok w Jaworznie. Komisja przetargowa odrzuciła jako niespełniające wymogów 3 oferty z 4 złożonych. Wybór padł więc na konsorcjum Rafako i Mostostalu Warszawa, które zaproponowało cenę netto na poziomie 4,4 mld PLN, czyli 1,25 mln EUR za 1 MW. Oferta tego konsorcjum była droższa od najtańszej chińskiej o 400 mln PLN. Poza tym część inwestorów mogła liczyć jeszcze na rezygnację Tauronu z tego projektu. My uwzględniamy realizację tej inwestycji w modelu, a łączny capex (w tym wydatki towarzyszące) szacujemy na ponad 5 mld PLN. W kontekście wybranej oferty dostrzegamy szansę na obniżenie założeń kosztowych w modelu. Zwracamy również uwagę, że biorąc pod uwagę obecne ceny CO₂ źródła węglowe dają najlepsze parametry finansowe jeśli chodzi o nowe inwestycje w bloki wytwórcze.

Górnictwo, metale



JSW (Akumuluj)

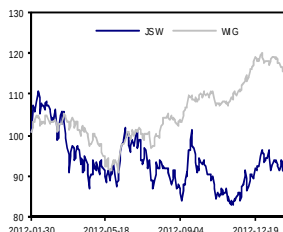
Cena bieżąca: 91 PLN

Cena docelowa: 104 PLN

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-04

(mln PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	7 288,9	9 376,8	28,6%	8 938,4	-4,7%	7 895,1	-11,7%	Liczba akcji (mln)	119,2
EBITDA	2 770,5	3 576,9	29,1%	2 346,2	-34,4%	1 825,1	-22,2%	MC (cena bieżąca)	10 847,9
marża EBITDA	38,0%	38,1%		26,2%		23,1%		EV (cena bieżąca)	8 879,8
EBIT	1 946,9	2 732,6	40,4%	1 303,9	-52,3%	740,8	-43,2%	Free float	33,0%
Zysk netto	1 454,2	2 086,6	43,5%	995,2	-52,3%	545,5	-45,2%		
P/E	6,8	4,7		10,9		19,9		Zmiana ceny: 1m	-4,8%
P/CE	4,3	3,4		5,3		6,7		Zmiana ceny: 6m	-2,7%
P/BV	1,6	1,2		1,2		1,2		Zmiana ceny: 12m	-14,4%
EV/EBITDA	3,0	2,2		3,8		5,0		Max (52 tyg.)	110,6
Dywid (%)	1,3	2,8		5,9		2,8		Min (52 tyg.)	82,8



Barierą dla wzrostu cen węgla koksowego są nadal niskie ceny stali, co powoduje, że rentowność hut spadła do poziomu z okresu kryzysu 2008/09. Już dziś wybrani producenci, w ślad za droższą rudą żelaza zaczynają podnosić cenę stali (ArcelorMittal, JSW Metals). Sytuacja zacznie się poprawiać najwcześniej w 2Q'13, przy czym oczekujemy, że do końca 2013 roku cena węgla koksowego nie przekroczy 200 USD/t. Rok 2013 przyniesie spadek cen węgla energetycznego, co szczególnie dotknie JSW, która w 2012 sprzedawała duże ilości węgla po wysokich cenach spotowych. Spółka posiada 2,2 mld PLN gotówki netto. Z jednej strony daje to wysoki potencjał do wypłaty dywidendy (Skarb Państwa może potrzebować dywidend do równoważenia budżetu w otoczeniu niskiego wzrostu PKB) z drugiej rodzi obawy o to, że JSW może stać się inwestorem strategicznym w jednym z dwóch holdingów węglowych przewidzianych przez Rząd do prywatyzacji. Przy obecnych cenach akcji na GPW Spółka pozostaje najlepszą ekspozycją na oczekiwane ożywienie w gospodarce chińskiej (kolejny miesięczny wzrost PMI). Podtrzymujemy rekomendację Akumuluj z ceną docelową 104 PLN.

Wywiad z Prezesem

Prezes JSW widzi pierwsze oznaki ożywienia – „kopalnie w Australii zaczynają podwyższać ceny, niewykluczone, że w USA zamknięta zostanie część kopalń”. Poza tym silny popyt na rudę żelaza w Chinach będzie wymuszać rosnące zapotrzebowanie na koks – niezbędny w procesie wielkopiecowego wytopu stali. Pod względem wyników 4Q rok 2012 był dla JSW lepszy niż oczekiwał Zarząd. W 2013 r. JSW wyprodukuje 13,5 mln ton węgla, od 2015 r. Spółka zakłada wzrost do 14 mln ton rocznie. Prezes potwierdził, że w 4Q Spółka osiągnęła stratę – bez szczegółów. Informacje są zgodne z naszymi oczekiwaniami. Zakładamy, że w 2Q2013 ceny węgla koksowego wzrosną do 180 USD/t z 170 USD/t w 4Q2012 i 1Q2013.

Słabe wiadomości z NWR

W 2012 r. wydobyte wyniosło 11,2 mln ton węgla (sprzedaż 10 mln ton) i 680 tys. ton koksu (sprzedaż 555 tys. ton). W 2013 NWR planuje wyprodukować mniej węgla (10-11 mln ton), więcej koksu (800 tys. ton). Spółka oczekuje spadku cen (w czeskich kopalniach zalega około 1 mln ton niesprzedanego surowca), szczególnie węgla energetycznego. NWR skoncentruje się na redukcji kosztów i ograniczy wydatki inwestycyjne (30–50%). Moody's obniżyła wiarygodność kredytową NWR (B1) z pozytywnej do stabilnej. S&P przyznała rating B dla obligacji, które zamierza wyemitować NWR (275 mln euro, 2021r.). W przypadku węgla energetycznego sytuacja w NWR jest nieco inna niż w polskich kopalniach. NWR równał do cen ARA, które w 2012 były wyższe niż ceny w Polsce (w kontraktach terminowych). W 3Q średnia cena sprzedaży węgla energetycznego w NWR wynosiła 306 PLN/t, w Polsce 260-270 PLN/t. W efekcie wyższej bazy, w 2013 Spółka ma ryzyko większego spadku cen niż w przypadku polskich kopalń.

Nowe złożo, nie będzie obligacji?

Po czterech latach od otrzymania przez JSW koncesji na wydobywanie w złożu Bzie Dębina 2 – Zachód, Spółce udało się udostępnić pierwsze pokłady dobrej jakości węgla koksowego. Złożo posiada 322 miliony ton surowca, wydobyte na skalę przemysłową rozpocznie się w 2017 roku. Jak podała agencja Bloomberg, Spółka zrezygnowała z chęci pozyskania ratingu dla obligacji, które miała wyemitować. W przeciwieństwie do NWR, Spółka posiada dostęp do licznych złóż w obszarach położonych obok obecnie eksploatowanych i na niższych pokładach. Przy obecnym poziomie wydobywania zasoby starczą na co najmniej 70 lat. BD2-Z jest tego przykładem. Informacja o zaniechaniu starań o rating dla obligacji zmniejsza spekulacje dotyczące wzięcia długu - potencjalnie pod przejęcie np. KHW. To dobra wiadomość, rośnie szansa na dywidendę. Podtrzymujemy pozytywną rekomendację dla akcji Spółki.



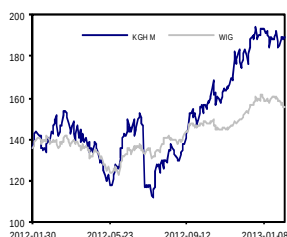
KGHM (Akumuluj)

Cena bieżąca: 188,4 PLN Cena docelowa: 204 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2013-01-07

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	16 766,5	22 107,2	31,9%	26 699,9	20,8%	25 631,6	-4,0%	Liczba akcji (mln)	200,0
EBITDA	6 262,4	13 997,8	123,5%	8 639,0	-38,3%	8 167,5	-5,5%	MC (cena bieżąca)	37 680,0
marża EBITDA	37,4%	63,3%		32,4%		31,9%		EV (cena bieżąca)	37 677,1
EBIT	5 506,3	13 153,6	138,9%	7 204,5	-45,2%	6 580,5	-8,7%	Free float	68,0%
Zysk netto	4 645,7	11 004,4	136,9%	5 349,7	-51,4%	4 864,6	-9,1%		
P/E	8,1	3,4		7,0		7,7		Zmiana ceny: 1m	-1,8%
P/CE	7,0	3,2		5,6		5,8		Zmiana ceny: 6m	46,5%
P/BV	2,6	1,6		1,7		1,5		Zmiana ceny: 12m	31,8%
EV/EBITDA	5,6	1,8		4,4		4,5		Max (52 tyg.)	194,5
Dyid (%)	1,6	7,9		15,0		5,3		Min (52 tyg.)	111,4



Ceny miedzi pozostają na wysokich poziomach (7600 USD/t) pomimo wzrostu poziomu zapasów (+50 tys. m/m, w całości wzrost miał miejsce w USA). Jeżeli zrealizuje się „normalna” sezonowość, od marca zapasy powinny ponownie spadać, co będzie pomagało notowaniom miedzi. Podtrzymujemy rekomendację Akumuluj dla akcji Spółki.

KGHM dostarczy srebro HSBC

KGHM zawarł umowę z HSBC Bank USA, London Branch na sprzedaż srebra w roku 2013. Wartość przedmiotu umowy to po obecnych cenach metalu ok. 1,67 mld PLN. Po uwzględnieniu tej umowy łączna szacunkowa wartość umów pomiędzy KGHM a HSBC (w ciągu 12 miesięcy) to 3,65 mld PLN. Bez wpływu na kurs. Z punktu widzenia wyników KGHM istotne są dwa parametry: wielkość produkcji i cena sprzedaży. Bez znaczenia czy odbiorcą jest bank czy spółki przemysłowe. Cenę w umowie z HSBC określa cena na rynkach światowych w dniu realizacji części transakcji.

KGHM idzie do Kazachstanu

KGHM złożył ofertę niewiążącą na koncesję poszukiwawczą w Kazachstanie (Karaganda). Jeżeli Spółka dostanie pozwolenie (w ciągu kilku miesięcy) to wydatek związany z rozpoznaniem złoża wyniesie kilkadziesiąt milionów dolarów. Kwota ta rozkłada się na 2-4 lata (tyle zajmie proces rozpoznania złoża). Jeżeli KGHM aspiruje do rangi światowego producenta, musi poszukiwać nowych złóż jak robią to globalne koncerny lub dokonywać przejęć gotowych projektów – przy czym jednorazowy wydatek w takim scenariuszu jest zasadniczo większy. W chwili obecnej w Kazachstanie rozpoznane są 493 złoża, w których znajduje się 1225 rodzajów rud minerałów. Kazachstan znajduje się na pierwszym miejscu na świecie pod względem znanych złóż cynku, wolframu i barytu; drugie miejsce pod względem srebra, ołowiu i chromitów; trzecie miejsce na świecie pod względem miedzi i fluorytu; czwarte pod względem molibdenu oraz szóste pod względem złota. Głównym czynnikiem ryzyka w tym przypadku pozostaje ryzyko polityczne. Naszym zdaniem kierunek obrany przez Zarząd jest dobry.

Rusza produkcja miedzi w Mongolii ze złoża Oyu

THR prowadząca eksploatację złoża Oyu Tolgoi w Mongolii wyprodukowała pierwszą tonę koncentratu miedzi i złota. Pełny rozruch i zwiększanie produkcji nastąpi w ciągu 3-5 miesięcy. Przez pierwszych dziesięć lat kopalnia ma produkować 0,55 mln ton miedzi, 90 ton srebra i 2 tony złota. Siedem lat później ma ona osiągnąć produkcję w wysokości 0,77 mln ton miedzi i 3,1 ton złota. Kopalnia będzie zaopatrywała w surowiec huty chińskie zlokalizowane z Mongolii i Pn Chinach. Projekt opóźniał się. Obecnie nadal trwają spory pomiędzy inwestorem a rządem mongolskim co do podziału zysków kopalni (65/35%, Rząd chce 50/50%). Tym niemniej dodatkowa podaż metalu z jednego z największych projektów górniczych na świecie staje się faktem.



LW Bogdanka (Akumuluj)

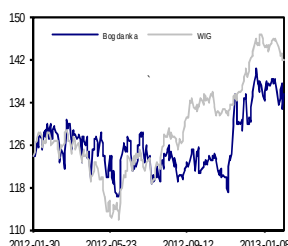
Cena bieżąca: 135 PLN

Cena docelowa: 143,8 PLN

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-04

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 230,4	1 301,3	5,8%	1 885,7	44,9%	2 025,6	7,4%	Liczba akcji (mln)	34,0
EBITDA	414,5	450,6	8,7%	736,0	63,3%	817,3	11,0%	MC (cena bieżąca)	4 591,8
marża EBITDA	33,7%	34,6%		39,0%		40,3%		EV (cena bieżąca)	4 888,8
EBIT	276,5	265,7	-3,9%	417,8	57,2%	473,1	13,2%	Free float	33,0%
Zysk netto	230,4	221,2	-4,0%	318,7	44,1%	354,6	11,2%		
P/E	19,9	20,8		14,4		13,0		Zmiana ceny: 1m	0,1%
P/CE	12,5	11,3		7,2		6,6		Zmiana ceny: 6m	10,1%
P/BV	2,3	2,2		2,0		1,8		Zmiana ceny: 12m	7,5%
EV/EBITDA	10,6	10,4		6,6		6,0		Max (52 tyg.)	140,4
Dyid (%)	0,0	1,0		3,0		3,5		Min (52 tyg.)	116,2



W związku ze słabym pod względem wydobycia 4Q wyniki finansowe ostatnich trzech miesięcy roku również mogą być dla inwestorów rozczarowujące. Należy pamiętać, że ostatni kwartał roku wiąże się również z dodatkowymi rezerwami na świadczenia pracownicze. W efekcie Spółka może zamknąć cały rok wynikiem zbliżonym do wyniku raportowanego po 3Q. W naszym przypadku oznacza to konieczność korekty prognozy o ok. 50 mln PLN. Na obecną chwilę brak przesłanek do zmiany prognoz w długim okresie. Zakładamy, że Spółka w 2013 zrealizuje wydobycie na zakładanym przez Zarząd poziomie 9 mln ton, jednocześnie w prognozie przyjmujemy 3% spadek cen węgla (nie zmieniamy tego założenia).

Wydobycie niższe niż pierwotnie zakładał Zarząd

Jeszcze po wynikach za 3Q Spółka podtrzymywała prognozę wydobycia w 2012 r. na poziomie 8 mln ton, potem jednak pojawiły się doniesienia, że cel ten nie zostanie osiągnięty. Ostatecznie produkcja węgla handlowego wyniosła 7,785 mln ton (6,07 mln ton po 3Q). Za słaby wynik odpowiadają trudne warunki geologiczne obecnie eksploatowanego złoża (widoczne już w wynikach za 3Q). Prezes Spółki podtrzymuje, że celem na przyszły rok jest wydobycie 9 mln ton surowca.

Ceny węgla energetycznego

Na rynkach światowych styczeń przyniósł kolejny miesiąc dosyć stabilnych cen węgla energetycznego, przy czym w Europie ceny obniżyły się o 3-4% m/m, a w Azji nieznacznie wzrosły (+1% m/m). W portach ARA za tonę surowca płacono 86 USD. Węgiel rosyjski w portach bałtyckich kosztował 82 USD/t. Tym samym różnica pomiędzy ceną węgla w Europie i Azji nadal się rozszerzała (australijski węgiel w porcie Newcastle kosztował 96 USD/t).

Przemysł

Produkcja przemysłowa za grudzień

Dynamika produkcji przemysłowej w Polsce wyniosła w grudniu -10,6% r/r wobec -0,8% r/r w listopadzie, +4,6% r/r w październiku, -5,2% r/r we wrześniu, +0,5% r/r w sierpniu, +5,2% r/r w lipcu, +1,2% r/r w czerwcu +4,6% r/r w maju, +2,9% w kwietniu, +0,7% r/r w marcu, +4,6% r/r w lutym i +9,0% r/r w styczniu. Wzrost produkcji sprzedanej odnotowano w 4 z 34 działów (osiemnaście działów z pozytywną dynamiką względem listopada i dwadzieścia trzy względem października).

Wśród najslabiej prosperujących działów przemysłu należy wymienić produkcję wyrobów z pozostałych mineralnych surowców niemetalicznych -25,0% r/r (pogłębienie ujemnej dynamiki), mebli -22,6% r/r (pogłębienie ujemnej dynamiki sprzed miesiąca), pojazdów samochodowych, przyczep i naczep -22,2% r/r (pogłębienie ujemnej dynamiki sprzed miesiąca), komputerów, wyrobów elektronicznych i optycznych -19,3% r/r (pogłębienie ujemnej dynamiki zanotowanej miesiąc wcześniej), maszyn i urządzeń (-14,6% r/r), metali -14,5% r/r (pogłębienie ujemnej dynamiki), wyrobów z gumy i tworzyw sztucznych -11,8% r/r (pogłębienie ujemnej dynamiki sprzed miesiąca), koks i produktów rafinacji ropy naftowej -10,6% r/r (odwrócenie pozytywnej dynamiki sprzed miesiąca), chemikaliów i wyrobów chemicznych (-8,1% r/r) oraz artykułów spożywczych -4,7% r/r (odwrócenie pozytywnej dynamiki sprzed miesiąca).

Pozytywną dynamikę zanotowała produkcja pozostałego sprzętu transportowego (+32,7% r/r) oraz wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę (+4,2% r/r). Trudno w odczycie zagregowanym, jak i poszczególnych działach przemysłu doszukiwać się pozytywnych zjawisk. Ewidentnie produkcja przemysłowa słabnie, a dodatkowo na dynamikę spowolnienia w grudniu wpływał krótszy o dwa dni robocze miesiąc i niesprzyjające warunki pogodowe. W styczniu ilość dni pracujących jest większa niż w analogicznym okresie roku ubiegłego, ale może to nie wystarczyć do osiągnięcia pozytywnej dynamiki produkcji przemysłowej.

Wskaźniki wyprzedzające dla przemysłu

Nadal słabo kształtują się wskaźniki wyprzedzające dla przemysłu. PMI w strefie EURO w styczniu po raz kolejny był poniżej poziomu 50 pkt. (47,9 pkt). W Niemczech PMI dla przemysłu wyniósł 49,8 pkt. wobec 46,0 pkt. w grudniu. W Polsce wskaźnik PMI spadł poniżej 50 pkt. w listopadzie i grudniu 2011 roku, natomiast był wyższy niż 50 pkt. w pierwszych trzech miesiącach 2012 roku. Od kwietnia ten znajduje się na poziomie poniżej 50 pkt. a w styczniu odnotowaliśmy poziom 48,6 pkt. (wobec 48,5 pkt. w listopadzie). Oczekujemy, że wskaźniki PMI mogłyby się nieznacznie poprawić w niedalekiej przyszłości w rezultacie pakietów stabilizacyjnych przeprowadzanych przez ECB i FED. Nadal jednak raportowane przez spółki wyniki powinny być słabe.

Pomysły na kupno spółek przemysłowych

Wśród polecanych przez nas mniejszych spółek przemysłowych wymienilibyśmy Amikę, AC Auto GAZ, Bumech, Fasing, Impexmetal, Mercor, Orzeł Biały, Selena, Relpol czy Zetkama. Ze spółek ukraińskich polecamy akcje najbardziej precenionych producentów zbóż, w tym Agrotonu, Astarty i KSG Agro.

Wyniki 4Q'12 w spółkach przemysłowych

W 4Q'12 spodziewamy się wysokiej pozytywnej dynamiki rezultatów w Apatorze (okazja do sprzedaży), Ergis, Fasing, Kernel, Relpol, Seco Warwick (wzrost to głównie efekt niskiej bazy 4Q'11).

Ujemnej dynamiki należy oczekiwać w Alchemii (pozytywne transakcje jednorazowe w 4Q'11), Boryszew, Cognor (spadający popyt na stal i słabe marże na przerobie stalowego złomu), ES-System (słaba kondycja w branży oświetleniowej), Impexmetal (wysoka baza 4Q'11), Orzeł Biały (okazja do kupna, od 2Q'13 wyniki powinny ulegać poprawie), Libet (wysoka baza 4Q'11), Kopex, Polskiej Grupy Odlewniczej (okazja do sprzedaży; wysoko rentowne kontrakty w 4Q'11), Ropczycach (spadający popyt ze strony branży hutniczej), Rovese i Zamet Industry (pozytywne transakcje jednorazowe w 4Q'11).

Przemysł

Prognozy i proponowane pozycjonowanie mniejszych spółek przemysłowych w ramach portfela (DI BRE)

Spółka	Portfel	Cena	P/E			EV/EBITDA			DY			Net debt'12 / EBITDA'12
			2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	
AC Auto Gaz	Przeważaj	26,50	10,9	10,1	10,4	7,6	7,5	7,1	0,0%	9,1%	7,9%	-0,2
ACE	Równoważ	7,05	17,4	15,8	11,5	3,4	5,1	4,4	4%	3%	3%	0,7
Amica	Przeważaj	62,00	6,1	10,2	12,1	7,7	5,9	6,0	4,8%	0,0%	0,0%	1,1
Apator	Niedoważaj	32,50	24,0	11,5	15,5	13,6	9,4	10,1	1,1%	3,3%	4,2%	0,4
Berling	Niedoważaj	6,95	9,0	11,7	12,7	9,2	7,1	7,6	1,3%	2,9%	4,3%	-1,4
Bumech	Przeważaj	6,30	4,7	7,5	6,4	3,7	3,8	3,0	0,0%	0,0%	0,0%	2,2
Ergis Eurofilms	Równoważ	3,11	823,1	13,8	13,9	6,7	7,2	6,1	0,0%	0,0%	0,7%	4,0
ES System	Niedoważaj	2,88	10,6	80,9	35,1	5,0	10,9	10,5	3,5%	3,5%	0,5%	-1,4
Fasing	Przeważaj	23,50	6,7	4,9	5,3	4,5	3,1	3,1	0,9%	2,6%	4,3%	0,9
Ferro	Równoważ	6,34	6,6	7,9	8,5	7,4	8,4	8,4	0,0%	4,7%	0,0%	4,0
Forte	Niedoważaj	15,00	9,2	11,6	14,0	6,8	7,5	7,8	5,0%	5,0%	5,0%	1,4
Libet	Niedoważaj	2,16	3,4	28,6	13,0	3,0	7,0	6,0	32,9%	18,5%	3,5%	3,3
Mercor	Przeważaj	15,20	11,2	-5,9	8,3	8,6	7,1	6,8	0,0%	0,0%	0,0%	2,3
Orzeł Biały	Przeważaj	16,90	7,8	24,0	10,1	5,1	8,9	5,6	3,6%	4,4%	1,7%	-0,5
Patentus	Niedoważaj	1,72	12,9	6,6	18,4	9,9	5,1	5,6	0,0%	0,0%	0,0%	2,6
Polska Grupa Odlewnicza	Niedoważaj	2,10	10,1	8,8	16,5	5,6	5,3	8,0	0,0%	0,0%	3,4%	0,0
Pozbud	Równoważ	3,59	9,4	11,9	12,3	7,0	9,3	8,0	0,0%	1,4%	2,5%	2,1
Relpol	Przeważaj	8,76	12,3	7,2	6,9	6,2	4,7	4,4	0,0%	0,0%	2,4%	0,0
Seco Warwick	Równoważ	43,42	29,2	11,6	10,5	13,6	7,0	6,8	0,0%	0,0%	0,0%	-0,4
Selena FM	Przeważaj	9,16	10,0	46,1	8,1	11,8	6,6	4,9	0,0%	0,0%	0,0%	2,9
Zamet Industry	Równoważ	2,79	11,0	9,6	11,7	8,0	7,0	7,8	0,0%	13,6%	5,6%	0,1
Zetkama	Przeważaj	43,20	8,0	9,0	10,7	6,4	6,1	6,9	0,0%	2,3%	3,8%	1,2
ZM Ropczyce	Równoważ	15,48	17,1	7,7	10,4	9,2	5,7	6,3	0,0%	0,0%	0,0%	2,7

Źródło: DI BRE Banku



Alchemia (Trzymaj)

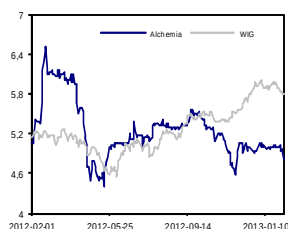
Cena bieżąca: 4,93 PLN

Cena docelowa: 5,1 PLN

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	670,6	1 156,0	72,4%	1 134,6	-1,9%	1 209,7	6,6%	Liczba akcji (mln)	207,0
EBITDA	47,6	194,3	308,2%	110,0	-43,4%	146,0	32,7%	MC (cena bieżąca)	1 020,5
marża EBITDA	7,1%	16,8%		9,7%		12,1%		EV (cena bieżąca)	1 139,5
EBIT	22,3	141,7	536,4%	68,8	-51,4%	105,5	53,4%	Free float	17,5%
Zysk netto	14,7	118,3	704,3%	41,8	-64,7%	79,3	89,7%		
P/E	69,4	8,6		24,4		12,9		Zmiana ceny: 1m	
P/CE	25,5	6,0		12,3		8,5		Zmiana ceny: 6m	
P/BV	2,0	1,6		1,7		1,5		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	24,5	5,6		10,4		7,4		Max (52 tyg.)	
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	



Najbliższe trzy kwartały (4Q'12, 1Q'13 i 2Q'13), to okres wysokiej bazy rezultatów i prawdopodobnie ujemnej dynamiki wyników. Szacujemy, że realnie wyniki będą się poprawiać począwszy od drugiej połowy 2013 roku, gdy widoczne będą pierwsze efekty konsolidacji Grupy, przeniesienia rosnących cen stali na klienta ostatecznego oraz wzrostu wolumenów sprzedaży. Słabsze od oczekiwanych wyniki w drugiej połowie roku oraz spadki cen akcji wykorzystywalibyśmy do zakupu akcji Alchemii, szczególnie biorąc pod uwagę spodziewane nowe inwestycje w poszukiwaniu ropy i gazu, energetyczne, tranzytowe i chemiczne. Spółka ponad 30% przychodów plasuje na rynkach Europy Zachodniej, co przy potencjalnym odbiciu wskaźników PMI dla przemysłu w UE mogłoby przemawiać za wzrostem wartości stalowego konsorcjum. Spółka raport kwartalny za 4Q'12 przedstawi 27 lutego. Podtrzymujemy rekomendację Trzymaj.

Rezygnacja Wiceprezesa Zarządu

Spółka poinformowała w komunikacie o otrzymaniu od Pana Marka Sarafina oświadczenia o rezygnacji z pełnienia funkcji Wiceprezesa Zarządu Alchemia. Rezygnacja została złożona ze skutkiem na dzień 31 stycznia 2013 roku. Pan Marek Sarafin pełnił funkcję Wiceprezesa Zarządu ds. Rozwoju od października 2012 roku.

Nabycie akcji przez znaczącego akcjonariusza

Spółka poinformowała w komunikacie o nabyciu przez Panią Grażynę Karkosik 200 tys. sztuk akcji Alchemia, w wyniku czego jej udział w kapitale zakładowym Spółki wzrósł z 10,04% do 10,14%.

TMK – dane operacyjne za 4Q'12

W 4Q'12 największy rosyjski producent rur stalowych bez szwu zanotował 5,4% r/r wolumenowy wzrost sprzedaży (+2,1 q/q). W Rosji, mimo spadającej konsumpcji rur Spółce udało się utrzymać pozycję lidera i zwiększyć udział w krajowej sprzedaży. W USA spadek sprzedaży był na poziomie 4% r/r i wynikał głównie z tendencji zmniejszania zapasów, co ograniczyło nowe zamówienia. W przypadku Europy, region ten charakteryzował się najgorszą sprzedażą, co związane było z wcześniejszą jak w zeszłym roku zimą, a także spadkiem zamówień w obrębie sektora motoryzacyjnego, przemysłu ogółem oraz energetycznego.



Astarta (Kupuj)

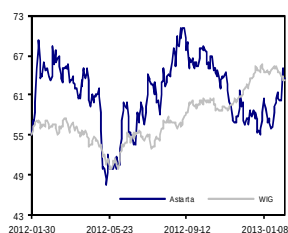
Cena bieżąca: 63,5 PLN

Cena docelowa: 76,9 PLN

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn UAH)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 328,2	3 385,5	45,4%	4 212,6	24,4%	4 189,2	-0,6%	Liczba akcji (mln)	25,0
EBITDA	1 051,4	1 236,0	17,6%	1 239,3	0,3%	1 512,9	22,1%	MC (cena bieżąca)	1 587,5
marża EBITDA	45,2%	36,5%		29,4%		36,1%		EV (cena bieżąca)	2 598,2
EBIT	911,7	1 041,1	14,2%	1 025,3	-1,5%	1 288,8	25,7%	Free float	32,0%
Zysk netto	834,9	976,1	16,9%	814,0	-16,6%	1 086,3	33,5%		
P/E	5,0	4,3		5,1		3,8		Zmiana ceny: 1m	5,0%
P/CE	4,3	3,6		4,1		3,2		Zmiana ceny: 6m	0,8%
P/BV	1,9	1,3		1,0		0,8		Zmiana ceny: 12m	8,7%
EV/EBITDA	5,1	5,1		5,5		4,3		Max (52 tyg.)	71,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	47,5

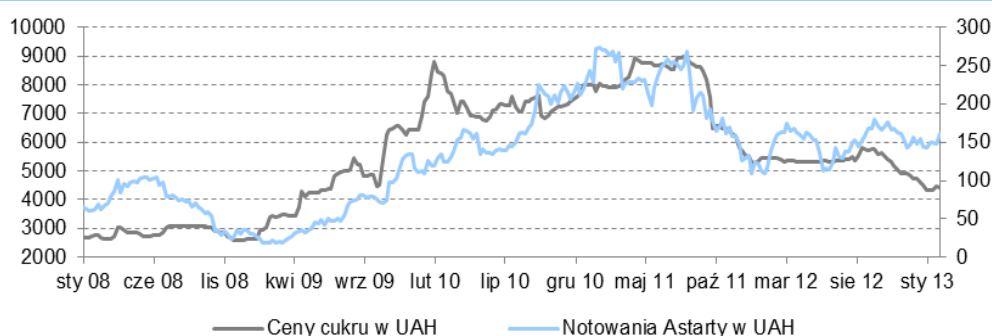


Ceny cukru na rynku ukraińskim z końcem roku spadły do poziomów o 16% niższych niż szacowany przez nas koszt wytworzenia dla całej branży (efekt sezonowy związany z prowadzeniem kampanii cukrowej). Niższe o 9% wolumeny produkcji cukru w sezonie 2012/2013 powodują, że wskaźnik zapasów do konsumpcji dla rynku ukraińskiego spaść może nawet do poziomu 5-10% (vs. 18,4% w 2011/2012), a to z kolei będzie miało pozytywny wpływ na kształtowanie się cen na lokalnym rynku w 2013 roku. Oczekujemy wzrostu cen cukru na rynku ukraińskim od początku 2013 roku, aż do poziomów 6500 UAH/t. Pozytywnym czynnikiem w długim terminie jest również wycofanie się z rynku cukru graczy takich jak Kernel czy Sintal, co zmniejszać będzie wielkość podaży cukru w kolejnym 2013/2014 sezonie. Obecnie organizacja zrzeszająca ukraińskich producentów cukru spodziewa się, że areał buraka cukrowego w sezonie 2012-2013 spadnie o ponad 20% r/r. Spółka raport za 4Q'12 przedstawi przy okazji sprawozdania rocznego 15 kwietnia. Podtrzymujemy rekomendację Kupuj dla Astarty.

Ceny cukru pod presją w okresie kampanii cukrowej

W końcówce 4Q'12 ceny cukru na Ukrainie znajdowały się pod presją wolumenów kampanii cukrowej. Zakładamy, że od początku 2013 roku ceny cukru powrócą do wzrostowego trendu, dochodząc w ciągu następnego roku nawet do poziomów 6500 UAH/t. Ceny cukru na koniec grudnia na Ukrainie wynosiły 4500 UAH/t i były o 16% niższe niż szacowany przez nas koszt wytworzenia dla całej branży. To oznacza, że przy obecnych poziomach nie ma możliwości, aby pozostali poza Astartą gracze rynkowi mogli zanotować pozytywny wynik na sprzedaży cukru. Sądzymy, że ceny osiągnęły już dno i od początku nowego roku zauważymy wzrostowy ich trend, co już jest częściowo widoczne.

Notowania Astarty (UAH/akcja) (PS) na tle cen cukru na Ukrainie (UAH/t) (LS)



Źródło: DI BRE Banku, Bloomberg, Agroperceptiva



Boryszew (Trzymaj)

Cena bieżąca: 0,55 PLN

Cena docelowa: 0,56 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 134,8	4 332,8	38,2%	4 649,0	7,3%	4 613,7	-0,8%	Liczba akcji (mIn)	2 256,7
EBITDA	180,4	351,0	94,5%	380,2	8,3%	276,6	-27,2%	MC (cena bieżąca)	1 241,2
marża EBITDA	5,8%	8,1%		8,2%		6,0%		EV (cena bieżąca)	2 501,1
EBIT	100,2	253,3	152,8%	276,7	9,2%	165,3	-40,2%	Free float	42,9%
Zysk netto	5,2	145,4	2712,9%	134,3	-7,6%	74,6	-44,4%		
P/E	120,1	8,5		9,2		16,6		Zmiana ceny: 1m	-6,8%
P/CE	7,3	5,1		5,2		6,7		Zmiana ceny: 6m	5,8%
P/BV	1,2	1,7		1,5		1,3		Zmiana ceny: 12m	-27,6%
EV/EBITDA	9,3	6,9		6,6		9,0		Max (52 tyg.)	0,9
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	0,5



W 2012 roku sprzedaż samochodów osobowych w UE spadła o 10% r/r i średnio była najniższa w okresie ostatnich 5-ciu lat. Naszym zdaniem rekordowo niska baza 2012 roku oraz spodziewane ożywienie w światowej gospodarce buduje szanse na stabilizację lub przełamanie spadkowego trendu w 2013 roku. W kolejnym roku w Boryszewie wygasają stare nisko rentowne kontrakty zawiązywane jeszcze przed przejęciem aktywów, a w życie wchodzi nowe o wyższej marży. Mimo spodziewanego wzrostu rentowności aktywów segmentu Automotive - Boryszew na 2013 rok notowany jest ze wskaźnikami P/E 16,6x i EV/EBITDA 9,0x, z odpowiednio 106% i 140% premią do poddostawców Automotive notowanych na europejskich parkietach (Autoliv, Faurecia, Plastic Omnium, Polytec czy Valeo). Wysoka premia w porównaniu do spółek z Europy Zachodniej naszym zdaniem będzie powodować, że nawet przy pozytywnym scenariuszu dla prognoz wycena Spółki nadal będzie mało atrakcyjna. Warto zwrócić uwagę, że 8-go lutego ogłoszone zostaną zmiany w indeksie WIG-20, a Boryszew znajduje się wśród spółek potencjalnie mogących opuścić skład indeksu. Spółka raport kwartalny za 4Q'12 przedstawi 28 lutego. Podtrzymujemy rekomendację Trzymaj.

Odwołanie prognozy na 2012 rok

Spółka poinformowała o podjęciu w dniu 11 I'13 decyzji o odwołaniu prognozy wyników finansowych Grupy Kapitałowej Boryszew na rok 2012. Decyzja o odwołaniu prognozy finansowej związana jest z nieprzeszacowaniem przez podmiot zależny od Spółki wartości działki położonej na ulicy Łuckiej w Warszawie w związku z brakiem uzyskania przez nią prawomocnego pozwolenia na budowę dla projektu, który ma być realizowany na tej nieruchomości. Przeszacowanie wartości nieruchomości położonej przy ul. Łuckiej w Warszawie było jednym z istotnych elementów opublikowanej prognozy. Zarząd zdecydował o nie publikowaniu nowej prognozy wyników Grupy Kapitałowej Boryszew za 2012 roku. W naszej prognozie z dnia 10 XII'12 zakładaliśmy, że całkowity wpływ efektów jednorazowych na wynik operacyjny i netto 2012 roku wyniesie 120 mln PLN, z czego wartość przeszacowania nieruchomości przy Łuckiej 65 mln PLN.

Balkańskie media spekulują o zainteresowaniu Boryszewa i Impexmetal u Czarnogórską hutą

Gazeta Puls Biznesu poinformowała, że według bałkańskich mediów przedstawiciele Impexmetal i Boryszewa mieli odwiedzić Czarnogórę, aby przyjrzeć się aktywom produkcyjnym Huty Aluminijuma Pogorica. Tamtejszy Rząd miał poprosić Grupę Romana Karkosika o wsparcie tamtejszego przedsiębiorstwa. Według Gazety Spółka mogłaby być zainteresowana pokładami boksytów, jakie można przetworzyć na aluminium. Na bieżącym etapie wizytę przedstawicieli Grupy Boryszew należałoby traktować jako rozpoznanie. Wcześniej Grupa Impexmetal rozważała nawiązanie współpracy z producentami metali w Europie Wschodniej lub na Bałkanach, ale nie wchodziło wówczas w grę zaangażowanie kapitałowe. Na bieżącym etapie doniesienia Gazety należy traktować z dużą ostrożnością.



Famur (Redukuj)

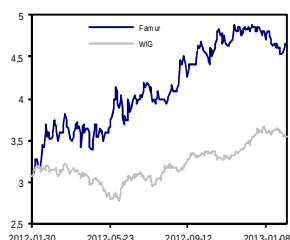
Cena bieżąca: 4,6 PLN

Cena docelowa: 4,2 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	635,9	922,6	45,1%	1 525,0	65,3%	1 134,0	-25,6%	Liczba akcji (mln)	481,5
EBITDA	115,8	262,0	126,2%	506,5	93,3%	316,6	-37,5%	MC (cena bieżąca)	2 214,9
marża EBITDA	18,2%	28,4%		33,2%		27,9%		EV (cena bieżąca)	2 215,1
EBIT	83,1	154,2	85,6%	382,2	147,8%	192,2	-49,7%	Free float	16,8%
Zysk netto	73,4	95,2	29,8%	286,6	200,9%	143,8	-49,8%		
P/E	30,2	23,3		7,7		15,4		Zmiana ceny: 1m	-1,3%
P/CE	20,9	10,9		5,4		8,3		Zmiana ceny: 6m	16,0%
P/BV	3,8	3,6		2,5		2,2		Zmiana ceny: 12m	45,5%
EV/EBITDA	18,9	9,2		4,4		6,5		Max (52 tyg.)	4,9
Dyid (%)	0,0	3,5		0,0		5,2		Min (52 tyg.)	3,2



Spadek wydobycia węgla na Górnym Śląsku (-9,8% r/r w 1-3Q'12), rekordowo wysokie zwałowiska węgla energetycznego (7,0MT na koniec 3Q'12) oraz koszty wydobycia na poziomie cen węgla energetycznego powodują, że kopalnie zmuszone są do czasowego wstrzymania projektów inwestycyjnych. Spodziewamy się, że zapoczątkowany w 3Q'12 spadek wartości nowych zamówień będzie dalej następował, a Spółka realnie w połowie przyszłego roku odczuje tego skutki na wynikach finansowych. Famur w 2012 roku w okresie koniunktury zbudował sobie bardzo wysoką i niemożliwą do powtórzenia bazę wyników (w 1-3Q'12 wynik netto w każdym kwartale przekracza 50 mln PLN). Jedynym pozytywnym zaskoczeniem, jaki mógłby się wydarzyć w krótkim okresie, to kolejne wygrane w sporze z Kopex odnośnie współpracy przy kontrakcie chińskim z 2008 roku. Spółka raport za 4Q'12 przedstawi 1 marca. Podtrzymujemy rekomendację Redukuj dla Grupy Famur.

Mniej wydatków inwestycyjnych w 2013 roku

Gazeta Giełdy Parkiet donosi, że w związku ze słabą koniunkturą na rynku węgla w Polsce w 2013 roku należy się spodziewać spadku wydatków inwestycyjnych polskich kopalni. Według Gazety wydatki na nowe inwestycje spadną o 0,5 mld PLN, do poziomu 3,1 mld PLN (-15% r/r), Zdaniem Gazety cięcia wydatków odczują producenci maszyn górniczych m.in. Kopex i Famur. Spodziewamy się, że bieżący rok będzie znacznie mniej sprzyjający pod względem nowych inwestycji niż rok 2012. Spodziewamy się spadku nowych zamówień zarówno na terenie kraju jak i za granicą.

Umowa z Południowym Koncernem Węglowym

Spółka poinformowała w komunikacie bieżącym o podpisaniu w styczniu umowy dostawy 177 sztuk fabrycznie nowych sekcji obudowy zmechanizowanych o wartości netto 50,2 mln PLN. Przeważająca część kontraktu realizowana będzie prawdopodobnie w drugim kwartale 2013 roku. W 1Q'12 Famur łącznie zaraportował podpisanie kontraktów na kwotę 669 mln PLN.

Caterpillar raportuje wyniki za 4Q'12 i przedstawia outlook na 2013 rok

W 4Q'12 całkowita sprzedaż Grupy Caterpillar wyniosła 16,1 mld USD i była o 7% r/r niższa, a przychody segmentu związanego z górnictwem zaplecem wzrosły o 14% r/r do 5,8 mld USD. Caterpillar w 2013 roku spodziewa się, że sprzedaż całej Grupy sięgnie 60-68 mld USD (65,9 mln USD w 2012 roku), a zysk netto 7-9 USD/akcja (8,48 USD/akcja w 2012 roku). Grupa nadal spodziewa się spadku przychodów segmentu maszyn i urządzeń dla górnictwa z uwagi na ograniczony Capex kopalni na świecie.

TDJ złożył wstępną ofertę zakupu akcji H. Cegielski Poznań

Spółka TDJ, większościowy akcjonariusz Famuru, PGO i Zamet Industry, jako jedyna złożyła ofertę zakupu akcji H. Cegielski Poznań – poinformowało MSO w komunikacie. Resort Skarbu chce sprzedać 90,58% akcji producenta silników i turbin, które wykorzystywane są w przemyśle stoczniowym, maszynowym i transportowym (kolejowym). Większość przejęć realizowanych w ramach Grupy TDJ dotychczas realizowana była w taki sposób, że akwizycja dokonywana była przez spółkę TDJ, a po restrukturyzacji podmioty trafiały do spółek zależnych (przejęcie Glinika, Remagu). Największe efekty synergii z H. Cegielski Poznań mają miejsce w kooperacji z Polską Grupą Odlewniczą, która we wcześniejszych latach była dużym dostawcą odlewów do poznańskiej firmy. Naszym zdaniem w przypadku gdyby finalizacja zakupu Cegielskiego przez TDJ się powiodła, w pierwszym momencie można by oczekiwać, że TDJ będzie chciał wypłacić dywidendy ze spółek zależnych celem pozyskania finansowania (ewentualnie gdy cena będzie pokaźna wówczas w grę wchodzi sprzedaż udziałów). Naszym zdaniem obecnie najbardziej prawdopodobne byłoby wypłacenie dużego zysku z PGO, który na koniec 2012 roku będzie miał 1,8 mln PLN gotówki netto (istnieje możliwość wypłaty całego zysku z 2012 i 2011 roku –



43 mln PLN – wówczas dług netto/EBITDA'13 wzrośnie do 1,7x, natomiast DY'13 21%). W styczniu PGO podpisała umowę kredytu na kwotę 26,2 mln PLN. Wypłatę dużej dywidendy z Famuru oceniamy na mniej prawdopodobne ze względu na plany ekspansji Spółki na rynki zagraniczne. Z kolei Zamet Industry w 2012 roku wypłacił 19,2 mln PLN zaliczki z zysku za 2012 rok oraz dywidendę za 2011 rok, więc stopa dywidendy w 2013 roku może naszym zdaniem wynieść 5-7%.



Impexmetal (Kupuj)

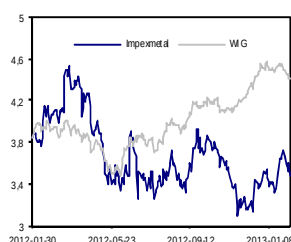
Cena bieżąca: 3,51 PLN

Cena docelowa: 4,2 PLN

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 417,6	2 806,1	16,1%	2 602,1	-7,3%	2 577,8	-0,9%	Liczba akcji (mln)	200,0
EBITDA	166,9	202,0	21,0%	212,1	5,0%	153,1	-27,8%	MC (cena bieżąca)	702,0
marża EBITDA	6,9%	7,2%		8,1%		5,9%		EV (cena bieżąca)	1 127,1
EBIT	105,5	142,0	34,6%	154,2	8,5%	93,3	-39,5%	Free float	37,3%
Zysk netto	76,8	104,6	36,2%	125,1	19,6%	60,4	-51,7%		
P/E	9,1	6,7		5,6		11,6		Zmiana ceny: 1m	1,7%
P/CE	5,1	4,3		3,8		5,8		Zmiana ceny: 6m	0,9%
P/BV	0,8	0,8		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	-10,1%
EV/EBITDA	6,8	5,6		5,3		6,9		Max (52 tyg.)	4,5
Dyid (%)	0,0	5,7		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,1



Spółka na kolejny rok zakontraktowała sprzedaż ponad 90% wolumenów Huty Aluminium Konin, a obecnie obłożenie rośnie z kwartału na kwartał (88,2% w 1Q'12, 86,7% w 2Q'12 i 91,1% w 3Q'12). W 2013 roku Grupa Impexmetal korzystać będzie z niższych o odpowiednio 3,3% i 9,0% cen gazu ziemnego oraz energii. Z kolei rosnące ceny aluminium zwiększać powinny presję na spadek marży producentów wlewków i gasek (obecnie około 280 USD/t - najwyższe od 2007 roku), a tym samym wzrost marży przetwórców. Spółka ponad 40% sprzedaży plasuje na rynkach UE, dlatego prawdopodobne odwrócenie spadkowego trendu na wskaźnikach wyprzedzających dla przemysłu w Europie powinno pozytywnie wpływać na sentyment do akcji Impexmetal. Spółka raport za 4Q'12 przedstawi 21 lutego. Podtrzymujemy rekomendację Kupuj dla akcji Grupy Impexmetal.

Lider branży prezentuje wyniki za 4Q'12

W 4Q'12 podobnie jak we wcześniejszych kwartałach lepiej radziły sobie segmenty związane z przerabianiem aluminium (downstream) niż jego produkcją (upstream). Segment wyrobów walcowanych (odpowiednik Impexmetal) zanotował rekordowy na czwarty kwartał wynik EBITDA na tonę sprzedanego produktu (344 USD/t, +53,1% r/r), a wolumen sprzedaży wzrósł o 6,7% r/r. Zdaniem Alcoa w ramach segmentu nadal bardzo dobrze kształtuje się sprzedaż do branży lotniczej i samochodowej, natomiast sprzedaż do odbiorców przemysłowych w Północnej Ameryce i Europie pozostaje płaska. W 2013 roku Zarząd spodziewa się, że sprzedaż segmentu wyrobów płaskich wzrośnie o 13,5% r/r (przy wzroście średnich cen aluminium o 6,1% r/r).

Balkańskie media spekulują o zainteresowaniu Boryszewa i Impexmetal u czarnogórską hutą

Gazeta Puls Biznesu poinformowała, że według bałkańskich mediów przedstawiciele Impexmetal i Boryszewa mieli odwiedzić Czarnogórę, aby przyjrzeć się aktywom produkcyjnym Huty Aluminium Pogorica. Tamtejszy Rząd miał poprosić Grupę Romana Karkosika o wsparcie tamtejszego przedsiębiorstwa. Według Gazety Spółka mogłaby być zainteresowana pokładami boksytów, jakie można przetworzyć na aluminium. Na bieżącym etapie wizytę przedstawicieli Grupy Boryszew należałoby traktować jako rozpoznanie. Wcześniej Grupa Impexmetal rozważała nawiązanie współpracy z producentami metali w Europie Wschodniej lub na Bałkanach, ale nie wchodziło wówczas w grę zaangażowanie kapitałowe.

Umowa znacząca z Valeo

Spółka poinformowała w komunikacie o podpisaniu umowy z Grupą Valeo na lata 2013 -2014 na dostawę wyrobów aluminiowych. Szacunkowa wartość umowy w okresie jej obowiązywania wynosi około 256 mln PLN (128 mln PLN rocznie). Wcześniejszy aneks z października 2011 roku przewidywał, że sprzedaż Impexmetal do Valeo wynosić będzie około 85 mln PLN rocznie.



Kernel (Akumuluj)

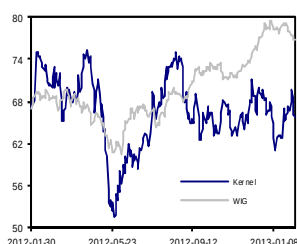
Cena bieżąca: 66 PLN

Cena docelowa: 67,4 PLN

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2013-01-21

(mIn USD)	2009/10	2010/11	zmiana	2011/12	zmiana	2012/13P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 020,5	1 899,1	86,1%	2 157,4	13,6%	2 732,9	26,7%	Liczba akcji (mln)	79,7
EBITDA	190,0	309,6	62,9%	322,0	4,0%	382,1	18,7%	MC (cena bieżąca)	5 259,1
marża EBITDA	18,6%	16,3%		14,9%		14,0%		EV (cena bieżąca)	5 965,5
EBIT	167,5	277,3	65,5%	256,5	-7,5%	300,4	17,1%	Free float	61,8%
Zysk netto	152,0	226,3	48,9%	206,7	-8,6%	239,6	15,9%		
P/E	10,3	7,5		8,2		7,1		Zmiana ceny: 1m	1,3%
P/CE	8,9	6,6		6,2		5,3		Zmiana ceny: 6m	-7,5%
P/BV	2,6	1,7		1,4		1,2		Zmiana ceny: 12m	-3,7%
EV/EBITDA	8,7	5,9		6,0		5,1		Max (52 tyg.)	75,3
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	51,5



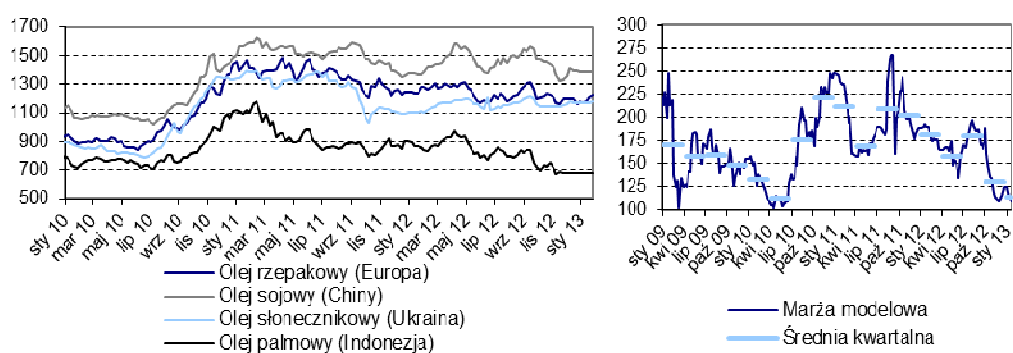
Przedstawione przez Zarząd rekordowo wysokie wolumeny sprzedaży oleju luzem (+66,4% r/r) i zboża (+82,1% r/r) w 2Q'13 (4Q'12), to efekt wcześniej niż zazwyczaj rozpoczętego sezonu tłoczenia słonecznika, oraz utrzymujących się wysokich cen zbóż, które skłaniają rolników do sprzedaży zgromadzonych zapasów. Nie bez znaczenia naszym zdaniem jest prowadzona przez Rząd polityka - mająca na celu zmaksymalizowanie wolumenu sprzedaży produktów rolnych na eksport celem zrównoważenia bilansu płatniczego (napływ dewiz do kraju). Spodziewamy się, że rosnące wolumeny sprzedaży w 2Q'13 (4Q'12) zrekomensują spadek marży poszczególnych segmentów i ostatecznie kwartalny wynik EBITDA wzrośnie o 21% r/r, a zysk netto o 28% r/r. Oczekujemy, że nadzwyczaj wysokie wykonanie prognozy po pierwszej połowie roku (najwyższe od trzech ostatnich lat) skłoni Zarząd do podniesienia całorocznej prognozy wyników na poziomie przychodów i zysku netto po wynikach kwartalnych za 2Q'13 (4Q'12) lub 3Q'13 (1Q'13). Spółka raport za 2Q'13 (4Q'12) przedstawi 28 lutego. Podtrzymujemy rekomendację Akumuluj dla akcji Grupy Kernel.

Dane operacyjne za 2Q'13 (4Q'12)

W 2Q'13 (4Q'12) wolumen sprzedaży zboża w Grupie Kernel wzrósł do 1,1 mln ton (+82,1% r/r), a sprzedaży oleju luzem do 0,38 mln ton (+66,4% r/r). Wysoki wzrost sprzedaży zbóż, to efekt przyspieszenia sprzedaży zbóż przed spodziewanym wprowadzeniem zakazu eksportu pszenicy oraz wyższych cen produktów rolnych na rynkach światowych, co skłoniło rolników do sprzedaży zalegających zapasów. W przypadku oleju luzem wysokie wolumeny związane były z wcześniejszym niż zazwyczaj rozpoczęciem sezonu tłoczenia słonecznika, oraz dużą ilością zalegających zapasów uprawy po ubiegłym sezonie. Wolumen sprzedaży zbóż przez porty w Ilczewsku i Tamanie wyniósł 1,2 mln ton i był o 161,6% r/r wyższy. Spółka w 2Q'13 (4Q'12) zanotowała 28,2% r/r spadek sprzedaży oleju butelkowanego, ze względu na wyższą sprzedaż oleju luzem poza granicę kraju. Dane operacyjne za 2Q'13 (4Q'12) są rekordowe w historii Spółki. Według naszych szacunków w 2Q'13 (4Q'12) przychody ze sprzedaży Grupy wyniosą 989,3 mln USD (+66,4% r/r), EBITDA 125,3 mln USD (+20,9% r/r), a zysk netto 83,4 mln USD (+28,0% r/r). Po pierwszym półroczu całoroczna prognoza rezultatów wykonana będzie w 63% na poziomie sprzedaży, 57% EBITDA i 56% zysku netto. Niewykluczone, że wysokie, jak na trzy ostatnie lata wykonanie wyniku po pierwszej połowie roku (W ostatnich trzech latach po IH całoroczny wynik wykonany był średnio w 48% na poziomie przychodów ze sprzedaży, 46% EBITDA i 47% zysku netto) skłoni Zarząd do podniesienia prognozy wyników finansowych na poziomie przychodów i zysku netto po wynikach za 2Q'13 (4Q'12) lub 3Q'13 (1Q'13).

Wyraźny spadek marży na tłoczeniu słonecznika w 3Q'12

Na koniec grudnia marża na produkcji oleju słonecznikowego spadła do poziomu 125 USD/t (najniżej od 2Q'10). W 4Q'12 średnia marża wynosi dotychczas 131 USD/t (-35% r/r) wobec 180 USD/t w 3Q'12 (-14% r/r); 157 USD/t w 2Q'12 (-7% r/r) i 180 USD/t w 1Q'12 (-15% r/r). Zacieśnienie marży w 2H'12 związane jest ze spadkiem cen oleju słonecznikowego na światowym rynku (efekt dużej podaży z Argentyny) oraz rosnących cen słonecznika na lokalnym rynku (w efekcie niższych niż ubiegłorocznych zbiorów uprawy).

Marża modelowa na produkcji oleju słonecznikowego (USD/t)

Źródło: DI BRE Banku, Bloomberg, Agroperspectiva



Kęty (Redukuj)

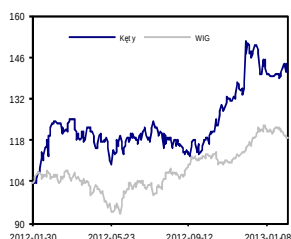
Cena bieżąca: 140,3 PLN

Cena docelowa: 126,7 PLN

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 210,5	1 489,7	23,1%	1 572,8	5,6%	1 494,0	-5,0%	Liczba akcji (mln)	9,2
EBITDA	185,3	221,6	19,6%	231,1	4,3%	195,9	-15,2%	MC (cena bieżąca)	1 294,4
marża EBITDA	15,3%	14,9%		14,7%		13,1%		EV (cena bieżąca)	1 516,4
EBIT	118,0	151,1	28,1%	152,2	0,8%	110,9	-27,1%	Free float	59,4%
Zysk netto	89,7	114,2	27,4%	119,9	4,9%	81,6	-31,9%		
P/E	14,4	11,3		10,8		15,9		Zmiana ceny: 1m	0,1%
P/CE	8,2	7,0		6,5		7,8		Zmiana ceny: 6m	17,3%
P/BV	1,5	1,4		1,3		1,3		Zmiana ceny: 12m	36,2%
EV/EBITDA	8,4	6,8		6,6		7,8		Max (52 tyg.)	151,1
Dyid (%)	2,9	2,9		3,6		6,5		Min (52 tyg.)	103,2



Bieżący konsensus rynkowy zakłada, że Grupa Kęty w 2013 roku osiągnie sprzedaż na poziomie 1 540,5 mln PLN (-8,5% vs. prognoza Zarządu), EBITDA 215,6 mln PLN (-3,1% vs. prognoza Zarządu) i zysk netto 97,9 mln PLN (-6,3% vs. prognoza Zarządu). Prognoza przedstawiona przez Zarząd jest również wyższa od naszych szacunków o 12,7% na poziomie przychodów, 13,6% na EBITDA i 28,0% na zysku netto. Naszym zdaniem założenie o wzroście wolumenu sprzedaży w 2013 roku jest stosunkowo ambitne, tym bardziej, że w pierwszej połowie roku ma miejsce wysoka baza roku ubiegłego (inwestycje przed EURO'12, SKY Tower). Przy bieżącym kursie Grupa Kęty na prognozie Zarządu notowana jest na wskaźnikach 12,4 P/E'13 i 6,8 EV/EBITDA'13. Spodziewamy się, że w 1H'12 zanotowany w 4Q'12 spadek wyników będzie się powtarzał, na co wpływać będzie niższa podaż projektów kubaturowych (większa konkurencja i negatywny wpływ na marżę) oraz umocnienie PLN do EUR (niższa rentowność sprzedaży do Europy Zachodniej, gdyż marże realizowane na tych rynkach są kalkulowane w EUR). Podtrzymujemy rekomendację Redukuj dla Grupy Kęty.

Lider branży prezentuje wyniki za 4Q'12

W 4Q'12 wynik netto z działalności kontynuowanej Alcoa wyniósł 0,06 USD/akcja i był zgodny z oczekiwaniami analityków. W 4Q'12 podobnie jak we wcześniejszych kwartałach lepiej radziły sobie segmenty związane z przerabianiem aluminium (downstream) niż jego produkcją (upstream). W przypadku segmentu produktów inżynierskich (odpowiednik Grupy Kęty) rentowność EBITDA w 4Q'12 wyniosła 17,7% (+1,5% r/r) i podobnie jak w wyrobach płaskich była rekordowa jak na czwarty kwartał. W ramach segmentu dobrze kształtuje się sprzedaż do branży lotniczej, natomiast Alcoa zauważa dalszy spadek podaży obiektów kubaturowych w Europie. Popyt ze strony producentów samochodów dostawczych w Europie i Północnej Ameryce pozostaje bez zmian. Alcoa w 2013 roku spodziewa się, że rynek Automotive w Europie skurczy się o kolejne 1-4% r/r, rynek samochodów dostawczych o 6-10% r/r, a budynków kubaturowych o 4-6% r/r. Wzrost rynku spodziewany jest jedynie w zakresie opakowań (2-3% r/r).

Prognoza Zarządu na 2013 rok

Zarząd Grupy Kęty zakłada, że w 2013 roku przychody ze sprzedaży wyniosą 1683 mln PLN (+7% r/r), EBITDA 222,5 mln PLN (-2% r/r), EBIT 140,8 mln PLN (-4% r/r) oraz zysk netto 104,5 mln PLN (-11% r/r). Wydatki inwestycyjne Spółka szacuje na 140,5 mln PLN (100,5 mln PLN rok wcześniej), z czego kwota 48,3 mln PLN stanowi przesunięcie płatności projektów inwestycyjnych z 2012 roku. W związku z utrzymującą się na rynkach światowych niepewnością oraz brakiem wyraźnych sygnałów poprawy sytuacji, Grupa Kęty będzie zmierzała do powtórzenia wyników z 2012 roku. Prognozowana sprzedaż segmentów przedstawia się następująco: Segment Wyrobów Wyciskanych 659 mln PLN (+12% r/r), Segment Systemów Aluminiowych 602 mln PLN (+6% r/r), z kolei pozostałe segmenty mają za zadanie powtórzyć ubiegłoroczne wyniki sprzedaży. Głównymi czynnikami wpływającymi na wyniki operacyjne będzie wzrost wolumenu sprzedaży, poprawa efektywności, wzrost kosztów produkcji (koszty pracy, amortyzacja, usługi) oraz spadek cen sprzedaży niektórych grup produktów. Bieżący konsensus rynkowy zakłada, że Grupa Kęty w 2013 roku osiągnie sprzedaż na poziomie 1540,5 mln PLN (-8,5% vs. prognoza Zarządu), EBITDA 215,6 mln PLN (-3,1% vs. prognoza Zarządu) i zysk netto 97,9 mln PLN (-6,3% vs. prognoza Zarządu). Prognoza przedstawiona przez Zarząd jest również wyższa od naszych szacunków o 12,7% na poziomie przychodów, 13,6% na poziomie EBITDA i 28,0% na poziomie zysku netto. Naszym zdaniem założenie o wzroście wolumenu sprzedaży w 2013 roku jest stosunkowo ambitne, tym bardziej że w pierwszej połowie roku ma miejsce wysoka baza roku ubiegłego (inwestycje przed EURO'12, SKY Tower). Przy bieżącym kursie Grupa Kęty na prognozie Zarządu notowana jest na wskaźnikach 12,4x P/E'13 i 6,8x EV/EBITDA'13.



Kopex (Redukuj)

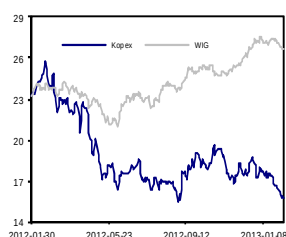
Cena bieżąca: 15,84 PLN

Cena docelowa: 16,2 PLN

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 365,2	2 126,3	-10,1%	2 031,3	-4,5%	1 809,9	-10,9%	Liczba akcji (mln)	74,3
EBITDA	184,6	274,7	48,8%	287,2	4,5%	251,3	-12,5%	MC (cena bieżąca)	1 177,4
marża EBITDA	7,8%	12,9%		14,1%		13,9%		EV (cena bieżąca)	1 775,7
EBIT	100,1	172,0	71,9%	176,1	2,4%	142,5	-19,1%	Free float	25,9%
Zysk netto	33,3	153,5	361,6%	95,7	-37,6%	88,8	-7,2%		
P/E	35,4	7,7		12,3		13,3		Zmiana ceny: 1m	-11,3%
P/CE	10,0	4,6		5,7		6,0		Zmiana ceny: 6m	-8,0%
P/BV	0,5	0,5		0,5		0,4		Zmiana ceny: 12m	-32,9%
EV/EBITDA	9,4	6,5		6,2		6,6		Max (52 tyg.)	25,8
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		3,8		Min (52 tyg.)	15,5



Spadek wydobycia węgla na Górnym Śląsku (-9,8% r/r w 1-3Q'12), rekordowo wysokie zwałowiska węgla energetycznego (7,0MT na koniec 3Q'12) oraz koszty wydobycia na poziomie cen węgla energetycznego powodują, że kopalnie zmuszone są do czasowego wstrzymania projektów inwestycyjnych. Spodziewamy się, że zapoczątkowany w okresie letnim spadek backlogu Kopex będzie dalej następował, a Spółka realnie w połowie przyszłego roku odczuje tego skutki na wynikach finansowych. Kopex w okresie spowolnienia wchodzi z 80% większym poziomem długu netto niż miało to miejsce na początku poprzedniego spowolnienia. Kopalnie na Górnym Śląsku na koniec 3Q'12 mają rekordowo wysokie saldo zobowiązań i należności (+16% vs. średnia z ostatnich czterech lat), co będzie wpływało na zwiększenie zatorów płatniczych i zmniejszenie płynności Grupy Kopex. Naszym zdaniem 2013 rok będzie dla Spółki bardzo ciężki dlatego każdy wzrost akcji Spółki wykorzystywalibyśmy do sprzedaży jej akcji. Dodatkowym punktem ryzyka są potencjalne przegrane w dwóch pozostałych sporach sądowych z Grupą Famur. Spółka raport za 4Q'12 przedstawi 1 marca. Podtrzymujemy rekomendację Redukuj.

Mniej wydatków inwestycyjnych w 2013 roku

Gazeta Giełdy Parkiet donosi, że w związku ze słabą koniunkturą na rynku węgla w Polsce w 2013 roku należy się spodziewać spadku wydatków inwestycyjnych polskich kopalni. Według Gazety wydatki na nowe inwestycje spadną o 0,5 mld PLN, do poziomu 3,1 mld PLN (-15% r/r), Zdaniem Gazety cięcia wydatków odczują producenci maszyn górniczych m.in. Kopex i Famur. Spodziewamy się, że bieżący rok będzie znacznie mniej sprzyjający pod względem nowych inwestycji niż rok 2012. Spodziewamy się spadku nowych zamówień zarówno na terenie kraju jak i za granicą.

Caterpillar raportuje wyniki za 4Q'12 i przedstawia outlook na 2013 rok

W 4Q'12 całkowita sprzedaż Grupy Caterpillar wyniosła 16,1 mld USD i była o 7% r/r niższa, a przychody segmentu związanego z górniczym zapleczem wzrosły o 14% r/r do 5,8 mld USD. Caterpillar w 2013 roku spodziewa się, że sprzedaż całej Grupy sięgnie 60-68 mld USD (65,9 mld USD w 2012 roku), a zysk netto 7-9 USD/akcja (8,48 USD/akcja w 2012 roku). Grupa nadal spodziewa się spadku przychodów segmentu maszyn i urządzeń dla górnictwa z uwagi na ograniczony Capex kopalni na świecie.



Rovese (Trzymaj)

Cena bieżąca: 1,31 PLN

Cena docelowa: 1,5 PLN

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mln PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 531,5	1 638,2	7,0%	1 739,2	6,2%	2 310,4	32,8%	Liczba akcji (mln)	811,4
EBITDA	253,5	250,7	-1,1%	193,4	-22,8%	302,0	56,1%	MC (cena bieżąca)	1 063,0
marża EBITDA	16,6%	15,3%		11,1%		13,1%		EV (cena bieżąca)	1 268,7
EBIT	142,0	135,8	-4,4%	75,7	-44,2%	158,5	109,4%	Free float	
Zysk netto	103,0	87,8	-14,8%	-1,3		96,9			
P/E	2,8	4,0				11,0		Zmiana ceny: 1m	-2,9%
P/CE	1,3	1,7		9,1		4,4		Zmiana ceny: 6m	-0,7%
P/BV	0,2	0,2		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-62,4%
EV/EBITDA	4,5	4,8		6,6		5,6		Max (52 tyg.)	3,8
Dyld (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	1,1



Po słabych wynikach 3Q'12 nie spodziewamy się, aby sytuacja mogła ulec zmianie w 4Q'12. Oczekujemy spadających wolumenów sprzedaży i niskiej rentowności związanej ze zbywaniem zalegającego towaru po cenach bliskich kosztowi wytworzenia. W 2013 roku spodziewamy się dalszego spadku krajowego rynku płytek ceramicznych i ceramiki sanitarnej. 1Q'13 będzie również pierwszym, w którym zweryfikowane zostaną prognozy Zarządu odnośnie rentowności i sprzedaży aktywów produkcyjnych nabywanych od głównego akcjonariusza. Brak spełnienia wcześniej przedstawionych założeń może naszym zdaniem wpłynąć na istotną przecenę akcji Rovese. Spółka raport za 4Q'12 przedstawi przy okazji sprawozdania rocznego 21 marca. Podtrzymujemy rekomendację Trzymaj.

Umowy zakupu Meissen Keramik, Pilkington's Manufacturing, OOO Pilkington's East i OOO OPOCZNO RUS

Spółka poinformowała o podpisaniu ostatecznej umowy zakupu udziałów w Meissen Keramik, Pilkington's Manufacturing, OOO Pilkington's East oraz OOO OPOCZNO RUS. Wcześniej Spółka informowała o planach zakupu wymienionych wyżej podmiotów, a warunkiem zawieszającym było pozyskanie finansowania w rezultacie emisji akcji Rovese.

Trendy cenowe w Polskich Składach Budowlanych w grudniu

W grudniu według trendów cenowych Polskich Składów Budowlanych ceny kategorii płytek ceramicznych, wyposażenia łazienek i kuchni nie zmieniły się (w sumie w 4Q'12 ceny płytek były o 5,6% r/r wyższe). W grudniu sprzedaż PSB była o 31% r/r niższa (-45% m/m), a w całym 2012 roku była o 1% r/r wyższa. Niska sprzedaż w grudniu może wynikać z niesprzyjających warunków atmosferycznych. W XII'12 miały miejsce znacznie większe opady śniegu na terenie kraju, podczas gdy cały grudzień 2011 był praktycznie bez opadów. Być może sprzedaż w grudniu była jedynie zdarzeniem jednorazowym, ale ostateczna weryfikacja będzie możliwa dopiero w styczniu i lutym.

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

XII 2011	I 2012	II 2012	III 2012	IV 2012	V 2012	VI 2012	VII 2012	VIII 2012	IX 2012	X 2012	XI 2012	XII 2012
0,0%	1,3%	1,1%	0,0%	0,0%	0,9%	0,0%	0,0%	0,6%	0,8%	0,7%	0,0%	0,0%

Źródło: GRUPA PSB

Budownictwo

Dynamika produkcji budowlano-montażowej w grudniu

Produkcja budowlano-montażowa w grudniu spadła o 24,8% R/R i było o 11,6% wyższa M/M. Po wyeliminowaniu czynników sezonowych, produkcja budowlano-montażowa spadła o 21,5% R/R i o 10,1% M/M.

Zaskakująco drogie oferty budowy elektrowni Turów

Otwarto koperty na budowę elektrowni Turów. Alstom zaoferował wykonanie prac za 4,72 mld PLN, Hitachi i Budimex zaś za 4,97 mld PLN brutto. Jest to odpowiednio 2,55 mln EUR/MW i 2,68 mln EUR/MW. Doosan odstąpił od złożenia oferty. PGE wartość projektu szacowało na 2,5 mld PLN (1,35 mln EUR/MW, średnia światowa dla bloków węglowych). PGE może podjąć decyzję o unieważnieniu przetargu.

Wybór GW bloków w Pelplinie w Q1 2013?

Prezes Zarządu Elektrowni Północ, kontrolowanej przez Jana Kulczyka, przyznaje, że trwają negocjacje z 4 partnerami, zainteresowanymi budową Elektrowni Północ o mocy 1500 MW. Wybór generalnego wykonawcy planowany jest na Q1 2013. O kontrakt walczą: Alstom, Siemens, Shanghai Electric Group i Polimex. Alstom i Shanghai Electric gotowe są współfinansować projekt. Firma Jana Kulczyka chce również do końca 2013 roku znaleźć inwestora dla pakietu 49% udziałów w spółce realizującej inwestycję.

Wstrzymanie dopłat z UE na 3 odcinki dróg

Komisja Europejska potwierdziła, że przerwała wypłaty funduszy UE na 3 odcinki dróg w Polsce. W piątek z Komisją rozmawiać będą ministrowie rozwoju regionalnego i transportu. Chodzi o drogi rozbudowywane za 3,5 mld PLN, w przypadku których wykryto zniżkę cenową firm budowlanych. W przypadku stwierdzenia nieprawidłowości, polskie władze powinny dokonać korekty finansowej i wycofać nieprawidłowe wydatki z wniosków o wypłatę skierowanych do Komisji.

Problemy płynnościowe KFD w maju?

W prasie pojawiła się informacja, że z uwagi na wstrzymaną wypłatę 3,5 mld PLN przez KE, Krajowy Fundusz Drogowy może zacząć mieć problemy płynnościowe w maju b.r.

Energomontaż Południe

Upadłość układowa

Sąd Rejonowy w Katowicach zgodził się na upadłość układową Energomontażu. W ramach propozycji układowych, Spółka proponuje spłatę wierzytelności powyżej 100 tys. PLN w 61%.

Mostostal Płock

Wywiad z prezesem

W 2012 roku możliwe jest osiągnięcie około 140 mln PLN przychodów. Wyniki nie będą ani rewelacyjne, ani złe. Wynik za rok 2012 jest dodatni. Portfel zamówień na rok 2013 jest wypełniony w 35-40% (49-56 mln PLN). Decyzja co do wypłaty dywidendy nie została podjęta.

PBG

Dyskuje nt. propozycji układowych

Jeden z wierzycieli, cytowanych przez Parkiet, przyznaje, że wierzyciele dążą do scenariusza, w którym 80-100% długu będzie skonwertowane na akcje po cenie 1 zł. Podstawowym warunkiem, aby przystąpić do negocjacji, jest zniesienie zastawu na akcjach Rafako. Według szacunków PWC, konwersja 80% długu na akcje pozwoli do 2016-17 roku odzyskać 60-70% nominalnej wartości wierzytelności. Likwidacja pozwoli odzyskać jedynie 20%.

Polimex Mostostal

Strata w pierwszych miesiącach 2013 roku

Prezes Polimexu zapowiada, że w pierwszych miesiącach 2013 roku Polimex będzie jeszcze miał stratę operacyjną, co uwarunkowane jest zjawiskiem sezonowości. W Q4 2012 nie można wykluczyć, że pojawią się jeszcze rezerwy na kontrakty budowlane. Sytuacja płynnościowa Spółki unormuje się w Q2 2013 – spłacone zostaną przeterminowane zobowiązania, których wielkości Prezes nie chce komentować. Na koniec IX 2012 backlog Grupy Polimex wyniósł 12,76 mld PLN, z czego 54,6% stanowiły zlecenia energetyczne. Zarząd pragnie, aby docelowo udział segmentu energetyki w backlogu sięgał 40%.

Odstąpienie od umowy za 34,5 mln PLN

Polimex odstąpił od umowy z gminą Świecie na budowę kompleksu unieszkodliwiania odpadów w Sulnówku. Wartość umowy to 34,5 mln PLN. Przyczyną odstąpienia jest nieuzyskanie od inwestora gwarancji zapłaty.

Tesgas**Szacunki na rok 2013**

Tesgas liczy w 2013 roku na 70 mln PLN przychodów. Osiągnięcie zysku będzie dobrym wynikiem. Portfel zleceń na rok 2013 sięga około 30 mln PLN i jest porównywalny R/R, gdyż opiera się na mniejszych, krótszych kontraktach. Sprzedaż P.I.Ćwietnia wpłynie pozytywnie na wynik Q4 2012, co związane jest z tym, że sprzedana spółka miała ujemne kapitały własne. Sprzedaż była konieczna, gdyż Ćwietnia po upadłości PBG nie pozyskiwała odpowiedniej ilości kontraktów.

Trakcja Tiltra**Portfel zamówień na rok 2013 i 2014 wypełniony**

Portfel zamówień zabezpiecza większość przychodów na rok 2013 i ich dużą część na rok 2014. Wartość portfela zamówień Grupy to 3,4 mld PLN. Grupa nie wyklucza, że z uwagi na większą konkurencję na rynku zweryfikuje politykę ofertowania i zaakceptuje niższe marże. Trakcja nie wyklucza zawiązania rezerw związanych z upadłością PNI, co obniżyłoby wyniki 2012 roku. Na koniec 2012 roku zadłużenie Grupy było na poziomie 279,9 mln PLN.

Kontrakt za 112,5 mln PLN

Spółka zależna, Kauno Tiltai, podpisała kontrakt z Litewskim Zarządem Dróg na budowę drogi E85 Wilno-Kowno-Kłajpeda. Wartość kontraktu to 112,5 mln PLN (8,5% oczekiwanych przychodów w 2012 roku Grupy Trakcja Tiltra).



Budimex (Trzymaj)

Cena bieżąca: 64 PLN

Cena docelowa: 66,8 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	4 430,3	5 516,7	24,5%	5 975,7	8,3%	4 345,3	-27,3%	Liczba akcji (mln)	25,5
EBITDA	352,6	349,8	-0,8%	187,8	-46,3%	204,7	9,0%	MC (cena bieżąca)	1 633,9
marża EBITDA	8,0%	6,3%		3,1%		4,7%		EV (cena bieżąca)	817,7
EBIT	331,4	319,4	-3,6%	150,0	-53,0%	166,0	10,7%	Free float	30,9%
Zysk netto	267,4	260,9	-2,4%	112,0	-57,1%	139,3	24,3%		
P/E	6,1	6,3		14,6		11,7		Zmiana ceny: 1m	-9,3%
P/CE	5,7	5,6		10,9		9,2		Zmiana ceny: 6m	15,0%
P/BV	2,4	2,3		4,5		3,3		Zmiana ceny: 12m	-24,0%
EV/EBITDA				4,4		5,6		Max (52 tyg.)	88,4
Dyid (%)	10,6	14,2		17,1		0,0		Min (52 tyg.)	45,9



Czwarty kwartał, kończący rok 2012, zaprezentuje się bardzo dobrze – oczekujemy blisko 80 mln PLN zysku netto i nieco ponad 1 mld PLN gotówki netto. Na poprawę bilansu Q/Q wpłynęły zaliczki otrzymane od inwestorów. Pozostajemy relatywnie spokojni o wyniki 2013 roku, gdyż uważamy, że Spółka nadal dysponuje sporymi rezerwami z lat ubiegłych w postaci ostrożnej wyceny kontraktów. Czynnikiem ryzyka pozostaje za to rok 2014, na który Budimex zabezpieczył tylko 1,1 mld PLN zamówień. W przypadku, gdyby uchwalenie funduszy UE na lata 2014-20 się opóźniło i kontrakty finansowe z nowej perspektywy budżetowej UE weszły do realizacji dopiero w 2015 roku, Budimex może mieć problem z wynikami w roku 2014. Nie należy się spodziewać, że Spółka przeprowadzi większe redukcje kadrowe wpływające pozytywnie na wyniki 2014 roku. Redukcje takie nie mają sensu – szkoda zwalniać wykwalifikowanych pracowników, jeśli słabsze mają być jedynie 2-3 kwartały 2014 roku. Portfel zamówień prawdopodobnie cały czas, aż do uchwalenia funduszy UE, będzie się kurczył. Na koniec Q2 2013, po pominięciu PNI, portfel może być mniejszy, niż 4,5 mld PLN. Podtrzymujemy rekomendację neutralną.

Prezes o marżach w 2013 roku

Prezes Blocher liczy na marżę netto w 2013 roku na poziomie 3-4%, a w segmencie komercyjnym na poziomie 12%. W 2013 roku Spółka uruchomi 3-4 projekty deweloperskie na 500-700 mieszkań. Budimex chce zagospodarować lukę rynkową po PBG, starając się o kontrakty z dziedziny gazu, czy energetyki. W 2013 roku Spółka nie planuje zwolnień grupowych, ani redukcji wynagrodzeń.

Bardzo dobre wyniki sprzedaży mieszkań w Q4 2012

Budimex w Q4 2012 przedsprzedał 193 lokale (w całym 2012 roku: 515, w 2011 roku: 682). W Q4 2012 Spółka sprzedała notarialnie 363 lokale.

Wybór oferty za 149,6 mln PLN

GDDKiA wybrała ofertę Budimeksu na kontynuację budowy autostrady A4 na odcinku Rzeszów Zachodni – w. Rzeszów Centralny. Wartość oferty to 149,6 mln PLN, czyli 2,5% oczekiwanych przychodów Budimeksu w 2012 roku. Dla przypomnienia – złożono 4 oferty. Oferty konkurentów były o 17,7, 21,5 i 23,1% droższe. Częściowo niska cena Budimeksu wynika z prowadzenia prac na sąsiednim odcinku autostrady A4.

Umowa kredytowa

Budimex podpisał umowę kredytową z Bankiem Handlowym, na mocy której otrzymał kredyt w rachunku bieżącym na kwotę 50 mln PLN.



Elektrobudowa (Redukuj)

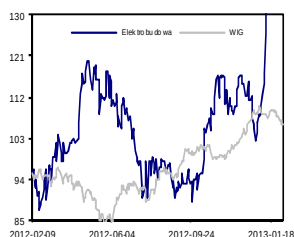
Cena bieżąca: 142 PLN

Cena docelowa: 121,2 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2013-02-06

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	786,7	945,2	20,1%	1 008,2	6,7%	1 124,0	11,5%	Liczba akcji (mln)	4,7
EBITDA	64,0	61,6	-3,7%	52,9	-14,1%	59,5	12,5%	MC (cena bieżąca)	674,2
marża EBITDA	8,1%	6,5%		5,2%		5,3%		EV (cena bieżąca)	655,7
EBIT	53,1	49,3	-7,1%	41,3	-16,2%	47,3	14,5%	Free float	43,5%
Zysk netto	45,1	38,1	-15,5%	37,1	-2,8%	39,8	7,4%		
P/E	14,9	17,7		18,2		16,9		Zmiana ceny: 1m	31,5%
P/CE	12,0	13,4		13,9		13,0		Zmiana ceny: 6m	53,7%
P/BV	2,1	2,0		1,9		1,8		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	9,4	10,3		12,4		11,0		Max (52 tyg.)	144,9
Dyid (%)	2,5	4,2		2,8		1,8		Min (52 tyg.)	87,0



Elektrobudowa jest spółką z dobrymi perspektywami. Szanse na rozwój dają inwestycje PSE oraz budowy nowych bloków energetycznych w Polsce. Szanse te jednak zaczną materializować się dopiero w 2014 roku. Jeśli chodzi o budowę nowych bloków energetycznych, zakresy robót realizowanych przez Spółkę przypadną głównie na lata 2015-2016. Nie należy oczekiwać poprawy wyników w 2013 roku – presja na marże w sektorze budowlanym jest nadal widoczna. Czwarty kwartał będzie sezonowo najlepszy w roku, nie przewidujemy jednak, aby Spółka mogła w istotnym stopniu przekroczyć prognozę Zarządu na rok 2012. Z uwagi na niepewną sytuację rynkową, prognoza na rok 2013 będzie opublikowana dopiero na przełomie lutego i marca 2013 roku. Po ostatnim wzroście kursu, Spółka jest naszym zdaniem zbyt droga (P/E 2013 = 16,9, EV/EBITDA 2013 = 11, EV/S 2013 = 0,58). Na rynku nadal jest szereg mniejszych, nie płynnych spółek, o znacznie niższej wycenie i atrakcyjnych perspektywach. Obniżamy rekomendację z Trzymaj do Redukuj.

Wybrane oferty za 439,3 mln PLN

Polskie Sieci Energetyczne wybrały ofertę Elektrobudowy jako najkorzystniejszą w przetargu na rozbudowę stacji 220/110 kV Skawina (224,3 mln PLN) oraz na rozbudowę stacji Bieczyna (215 mln PLN). Wartość obu ofert to 439,3 mln PLN, czyli 43,6% oczekiwanych przychodów Elektrobudowy w 2012 roku.



Erbud (Kupuj)

Cena bieżąca: 13,9 PLN

Cena docelowa: 19,2 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 108,1	1 527,8	37,9%	1 213,7	-20,6%	1 126,2	-7,2%	Liczba akcji (mln)	12,6
EBITDA	33,0	-4,5		35,5		36,8	3,6%	MC (cena bieżąca)	174,7
marża EBITDA	3,0%	-0,3%		2,9%		3,3%		EV (cena bieżąca)	192,2
EBIT	24,9	-12,3		27,7		28,9	4,2%	Free float	19,3%
Zysk netto	15,2	-20,4		16,9		19,4	14,8%		
P/E	11,5			10,3		9,0		Zmiana ceny: 1m	-0,8%
P/CE	7,5			7,1		6,4		Zmiana ceny: 6m	0,4%
P/BV	0,7	0,8		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	-19,6%
EV/EBITDA	1,9			5,4		4,8		Max (52 tyg.)	23,2
Dyid (%)	3,6	0,2		0,0		1,9		Min (52 tyg.)	11,3



Problemy lotniska w Modlinie okazały się większe niż sądziliśmy. Nie znaczy to jednak, że przyczynią się one do niedotrzymania przez Spółkę naszych prognoz wyników finansowych. W wynikach Q4 2012 będzie prawdopodobnie ujęta rezerwa związana z problemami lotniska w kwocie kilku milionów złotych, a mimo to wynik całego roku powinien być zbliżony do naszych prognoz. Kluczowe w kontekście Modlina będą ekspertyzy, które mają na celu zbadać, dlaczego pęka pas startowy. Spółka podejrzewa, że winę za pęknięcia może ponosić mieszanka chemiczna, użyta do usuwania lodu z pasa startowego. Gotowych ekspertyz można spodziewać się już w lutym. W wynikach Q4 2012 pozytywnie może zaskakiwać wygenerowanie przez Grupę Erbud gotówki netto. Poza tym, widzimy szansę na bliskie podpisanie nowych kontraktów na kwotę przekraczającą 200 mln PLN. Portfel zamówień Erbudu na rok 2013 pozostaje bezpieczny. Podtrzymujemy rekomendację Kupuj.

Lotnisko w Modlinie pozostanie zamknięte

Nadzór budowlany odmówił uchylenia zakazu użytkowania lotniska w Modlinie. Pas startowy, nawet po naprawie, będzie podatny na uszkodzenia. Konieczne jest sfrezowanie wierzchniej warstwy pasa startowego i położenie jej od nowa. Koszt naprawy można szacować na 5 mln PLN. Dotychczas wykonane, nieskuteczne prace, kosztowały 0,5 mln PLN. Pas startowy powinien być gotowy do użytku w kwietniu 2013 roku. Lotnisko w Modlinie zwróciło się do Erbudu o zapłatę 0,9 mln PLN z tytułu utraconych korzyści. Erbud wyliczenia te podważa, kontrakt nie uwzględniał możliwości roszczenia kar za utracone korzyści. Trwają analizy, mające na celu ustalić, co było winą pęknięć pasa startowego. Wyniki mogą być znane już w lutym.



Mostostal Warszawa (Trzymaj)

Cena bieżąca: 15,2 PLN

Cena docelowa: 12,3 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 570,4	3 396,3	32,1%	3 352,4	-1,3%	2 207,9	-34,1%	Liczba akcji (mln)	20,0
EBITDA	119,7	-104,7		-53,4	-48,9%	57,3		MC (cena bieżąca)	304,0
marża EBITDA	4,7%	-3,1%		-1,6%		2,6%		EV (cena bieżąca)	610,1
EBIT	84,3	-144,8		-89,4	-38,3%	21,2		Free float	27,7%
Zysk netto	62,5	-124,5		-87,3	-29,9%	3,2			
P/E	4,9					95,6		Zmiana ceny: 1m	10,1%
P/CE	3,1					7,7		Zmiana ceny: 6m	8,6%
P/BV	0,6	0,8		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	-20,0%
EV/EBITDA	0,1					8,5		Max (52 tyg.)	22,2
Dyld (%)	11,8	4,1		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	11,3



Kurs Mostostalu w styczniu zachowywał się bardzo dobrze, co można naszym zdaniem zawdzięczać m.in. wyborze oferty konsorcjum Mostostalu i Rafako w przetargu na budowę bloku energetycznego w Jaworznie. Pod pewnymi względami, sytuacja Mostostalu jest przeciwieństwem sytuacji Budimeksu. Budimex zaprezentuje bardzo dobre wyniki Q4 2012, tak pod względem zysku netto (blisko 80 mln PLN), jak i stanu gotówki netto (ponad 1 mld PLN). Perspektywa 2014 roku jest jednak słaba, z uwagi na mały portfel na rok 2014 (1,1 mld PLN) oraz ryzyko opóźnienia w uchwalaniu funduszy UE na lata 2014-20. Mostostal zaprezentuje złe wyniki Q4 2012 (strata netto > 50 mln PLN, ograniczona poprawa na poziomie bilansu). Mostostal jednak, z punktu widzenia roku 2014, ma szanse na dobre wyniki finansowe. Jeśli uda się pozyskać kontrakt w Jaworznie, portfel zamówień na rok 2014 może zbliżyć się do 1,4-1,5 mld PLN i to przy mniejszej skali działalności, niż w przypadku Budimeksu. Podtrzymujemy rekomendację neutralną, pomimo przekroczenia naszej ceny docelowej.

Wybór oferty na budowę bloku w Jaworznie

Tauron wybrał ofertę Rafako i Mostostalu Warszawa jako najkorzystniejszą w przetargu na budowę bloku energetycznego w Jaworznie. Wartość oferty to 4,4 mld PLN. Z kwoty tej 60-70% przypadnie na Rafako (2,6-3,1 mld PLN, 201-234% przychodów Rafako prognozowanych na rok 2012), a 30-40% przypadnie na Mostostal Warszawa (1,3-1,8 mld PLN, 39-52% przychodów prognozowanych na rok 2012). Nie wybrano tańszej oferty Covec (4,0 mld PLN), ani droższych ofert SNC Lavalin (4,8 mld PLN) i Alstom (4,85 mld PLN).

Restrukturyzacja i cięcie kosztów

Dotychczasowe oszczędności powstałe w wyniku ograniczenia kosztów administracyjnych szacowane są na 45 mln PLN. Pozostałe oszczędności są trudne do oszacowania i składają się na nie centralizacja zakupów, czy zwiększenie efektywności budów. Koszty restrukturyzacji to około 7 mln PLN. Spółka przygotowała strategię finansowania na lata 2013-15, jednak nie upublicznia jej.

Kontrakt za 48,7 mln PLN

Mostostal Warszawa podpisał umowę z Regionalnym Zakładem Gospodarki Wodnej w Gdańsku umowę na rewitalizację kanału Elbląskiego. Wartość umowy to 48,7 mln PLN, czyli 1,6% oczekiwanych przychodów Spółki w 2012 roku. Mostostal złożył też drugą, w kolejności ceny, ofertę na budowę sali widowiskowej w Toruniu. Wartość oferty to 128,4 mln PLN netto. Konkurencyjną ofertę złożyła tylko jedna firma — Aldesa, 124,4 mln PLN. Obie oferty przekraczają budżet inwestora: 118,7 mln PLN i nie ma pewności, czy inwestycja będzie realizowana.



Rafako (Trzymaj)

Cena bieżąca: 8,35 PLN

Cena docelowa: 9,2 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 188,1	1 118,5	-5,9%	1 314,8	17,6%	1 229,3	-6,5%	Liczba akcji (mln)	69,6
EBITDA	72,1	77,0	6,8%	70,0	-9,1%	86,3	23,3%	MC (cena bieżąca)	581,2
marża EBITDA	6,1%	6,9%		5,3%		7,0%		EV (cena bieżąca)	709,4
EBIT	60,2	64,3	6,9%	52,4	-18,6%	73,5	40,5%	Free float	26,8%
Zysk netto	43,6	58,4	34,0%	47,1	-19,4%	50,4	7,0%		
P/E	13,3	9,9		12,3		11,5		Zmiana ceny: 1m	-1,8%
P/CE	10,5	8,2		9,0		9,2		Zmiana ceny: 6m	0,6%
P/BV	1,5	1,4		1,3		1,1		Zmiana ceny: 12m	1,8%
EV/EBITDA	5,4	7,2		10,1		7,5		Max (52 tyg.)	11,3
Dyid (%)	3,6	6,8		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	5,9



Wycena Rafako pozostaje kwestią zerojedynkową. Pozytywnie na wycenę i bilans Spółki mogą wpływać: rozwiązanie sporu z Alstomem, finalizacja układu w PBG (należności od PBG za Energomontaż Południe), skorzystanie z zabezpieczenia pożyczki udzielonej Hydrobudowie. Łącznie mogłoby dać to, w najbardziej optymistycznym scenariuszu, nawet około 400 mln PLN gotówki. W negatywnym scenariuszu gotówki wróci znacznie mniej lub/i powrót gotówki będzie opóźniony w czasie. Poza tym, Rafako rozpozna duże straty na odpisie należności. Szansą dla Rafako jest wybór oferty złożonej w przetargu na budowę bloku energetycznego w Jaworznie, wspólnie z Mostostalem Warszawa. Przyszłość kontraktu w Opolu jest zerojedynkowa – PGE nadal nie zdecydowało, z uwagi na niepewności co do decyzji środowiskowej, o rozpoczęciu budowy koniecznej do rozpoczęcia inwestycji. Konsorcjum nadal nie posiada gwarancji bankowej dla kontraktu. Na razie wpłacona jest kaucja, co, o ile sytuacja się nie zmieni, może wpływać na pogorszenie cash flow kontraktu. Przezroczystość korporacyjna, po konflikcie poprzedniego zarządu z największym udziałowcem PBG, pozostaje bardzo mała. Podtrzymujemy rekomendację neutralną.

Wybór oferty na budowę bloku w Jaworznie

Tauron wybrał ofertę Rafako i Mostostalu Warszawa jako najkorzystniejszą w przetargu na budowę bloku energetycznego w Jaworznie. Wartość oferty to 4,4 mld PLN. Z kwoty tej 60-70% przypadnie na Rafako (2,6-3,1 mld PLN, 201-234% przychodów Rafako prognozowanych na rok 2012), a 30-40% przypadnie na Mostostal Warszawa (1,3-1,8 mld PLN, 39-52% przychodów prognozowanych na rok 2012). Nie wybrano tańszej oferty Covec (4,0 mld PLN), ani droższych ofert SNC Lavalin (4,8 mld PLN) i Alstom (4,85 mld PLN).

Zastaw na akcjach Rafako nie będzie egzekwowany

Adaptorinvest przekazał oświadczenie, w którym zgadza się na wykreślenie zastawu ustanowionego na akcjach Rafako.



Ulma Construcccion Polska (Akumuluj)

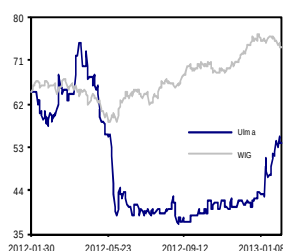
Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2013-02-06

Cena bieżąca: 54 PLN

Cena docelowa: 56,2 PLN

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)
Przychody	215,4	294,5	36,7%	256,5	-12,9%	224,2	-12,6%	Liczba akcji (mln) 5,3
EBITDA	104,2	155,6	49,3%	114,9	-26,1%	76,0	-33,8%	MC (cena bieżąca) 283,8
marża EBITDA	48,4%	52,8%		44,8%		33,9%		EV (cena bieżąca) 342,5
EBIT	27,3	72,5	165,3%	33,3	-54,0%	4,7	-86,0%	Free float 15,8%
Zysk netto	10,2	49,3	382,3%	20,1	-59,2%	0,6	-96,8%	
P/E	27,7	5,8		14,1		439,8		Zmiana ceny: 1m 24,7%
P/CE	3,3	2,1		2,8		3,9		Zmiana ceny: 6m 37,4%
P/BV	1,1	0,9		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m -16,1%
EV/EBITDA	4,7	2,6		3,0		4,1		Max (52 tyg.) 74,8
Dyield (%)	0,0	2,9		4,9		2,1		Min (52 tyg.) 37,2



Ulma generuje bardzo duże ilości gotówki, która może być przeznaczana na dywidendę. Zgodnie z naszymi prognozami, ostrożnie zakładającymi zerowe zyski w 2013 roku, Spółka wyceniana jest na poziomie $EV/EBITDA\ 2013 = 4,1$. Słabsze wyniki 2013 roku są w cenie, rynek nie dyskontuje naszym zdaniem możliwości poprawy wyników. Poprawa wyników w latach 2014 i 2015 jest warunkowana dwoma czynnikami: a) zatwierdzeniem funduszy UE; b) pozyskaniem kontraktów na dzierżawę szalunków na budowy energetyczne. Wcześniejsze zatwierdzenie funduszy UE pozwoli na wzrost produkcji budowlano-montażowej już w 2014 roku, późniejsze – dopiero w roku 2015. Udział Ulmy w realizacji kontraktów energetycznych można szacować ostrożnie na 80-90 mln PLN. Kontrakty te nie wymagają zakupu nowego majątku. Silnym konkurentem w zakresie ich pozyskania pozostaje w praktyce tylko Peri. Nadal zwracamy uwagę na dyskonto do wartości księgowej. Ulma jest spółką majątkową. Wartość rynkowa majątku Spółki jest większa, niż jego wartość księgowa (Spółka stosuje krótkie okresy amortyzacji). Z uwagi na wzrost kursu Spółki, obniżamy rekomendację inwestycyjną z Kupuj do Akumuluj.



Unibep (Kupuj)

Cena bieżąca: 6,01 PLN

Cena docelowa: 6,8 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	657,9	939,4	42,8%	876,2	-6,7%	936,5	6,9%	Liczba akcji (mln)	33,9
EBITDA	35,7	39,0	9,3%	29,3	-24,9%	29,3	0,0%	MC (cena bieżąca)	203,9
marża EBITDA	5,4%	4,2%		3,3%		3,1%		EV (cena bieżąca)	229,1
EBIT	29,8	33,8	13,5%	24,0	-28,8%	24,0	-0,2%	Free float	27,8%
Zysk netto	22,7	21,1	-6,9%	17,0	-19,4%	18,8	10,6%		
P/E	9,0	9,7		12,0		10,8		Zmiana ceny: 1m	21,4%
P/CE	7,1	7,7		9,2		8,5		Zmiana ceny: 6m	63,8%
P/BV	1,5	1,3		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	3,6%
EV/EBITDA	6,4	5,9		7,8		7,8		Max (52 tyg.)	6,3
Dyid (%)	1,7	2,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,6



Rok 2013 może przynieść poprawę marż budownictwa, o ile spadną koszty budowy. Na uwagę zasługuje duży portfel zamówień, którego wartość przypadająca na rok 2013 to 793 mln PLN. Sądzymy, że zamówienia te powinny bez problemu pozwolić na realizację naszych prognoz przychodów. Bardzo duży jest też portfel fabryki domów, która prowadzi relatywnie cykliczną działalność (101 mln PLN na rok 2013; przychody w 2012 roku ~ 78 mln PLN). Dalsza poprawa wyników w 2013 i 2014 roku warunkowana jest również sukcesami w pozyskiwaniu finansowania dla nowych projektów deweloperskich (2 projekty mieszkaniowe - uwzględnione w prognozach; 1 projekt komercyjny - nie uwzględniony w prognozach). Im więcej inwestycji, tym wyższy wynik, ale i wyższy dług. Im mniej inwestycji, tym niższe zyski i niższy dług (w skrajnym przypadku - brak zadłużenia). Ze względu na duży portfel zamówień, niskie ryzyko kontraktów i dobre na tle sektora wyniki - Spółka jest naszym zdaniem atrakcyjna. Wskaźnik EV/EBITDA jest zawyżany z uwagi na prowadzoną działalność deweloperską (dług liczony jest dwa razy - raz w koszcie wytworzenia mieszkań, a raz w EV). Podtrzymujemy rekomendację Kupuj.

Kontrakt drogowy za 36 mln PLN

Unibep podpisał kontrakt na rozbudowę dróg nr 645 i 648 z Podlaskim Zarządem Dróg Wojewódzkich w Białymstoku. Wartość kontraktu to 36 mln PLN (3,8% oczekiwanych przychodów Spółki w 2012 roku).



ZUE (Trzymaj)

Cena bieżąca: 6,27 PLN

Cena docelowa: 6,6 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2013-01-07

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	392,4	525,3	33,9%	496,2	-5,5%	482,7	-2,7%	Liczba akcji (mln)	22,0
EBITDA	32,4	35,6	9,9%	21,5	-39,7%	24,3	13,4%	MC (cena bieżąca)	137,9
marża EBITDA	8,2%	6,8%		4,3%		5,0%		EV (cena bieżąca)	200,5
EBIT	25,6	28,7	12,0%	13,9	-51,5%	16,7	20,0%	Free float	22,2%
Zysk netto	16,8	21,3	26,5%	10,5	-50,4%	11,3	7,3%		
P/E	6,0	6,5		13,1		12,2		Zmiana ceny: 1m	-3,1%
P/CE	4,3	4,9		7,6		7,3		Zmiana ceny: 6m	-2,2%
P/BV	0,6	0,8		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	-14,8%
EV/EBITDA	3,8	4,3		9,3		5,8		Max (52 tyg.)	8,5
Dywid (%)	1,1	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	5,1



Po bardzo dobrym pierwszym półroczu, ZUE zaskoczyło negatywnie wynikami Q3 2012. Wyniki Q4 2012 prawdopodobnie będą również niższe R/R. Nie zakładamy w prognozach dalszego pogorszenia się wyników w 2013 roku, gdyż czynniki kosztowe, wpływające na erozję marż, już nie powinny negatywnie wpływać na sektor. Na razie portfel zamówień na rok 2013 ma wartość około 300 mln PLN. Jeśli uda się podpisać przynajmniej jeden z dwóch dużych kontraktów, w których ZUE złożyło najniższe oferty cenowe, wyniki 2013 roku są bezpieczne (kontrakty za 357,4 mln PLN i 490,1 mln PLN). W przypadku, gdyby nie udało się pozyskać żadnego dużego kontraktu, wyniki 2013 roku mogą zaskakiwać negatywnie. Podtrzymujemy rekomendację neutralną.

Kontrakt za 42,0 mln PLN

ZUE podpisało umowę z PKP PLK na modernizację stacji Tunel na linii kolejowej nr 8 Warszawa-Kraków. Wartość umowy to 42,0 mln PLN (8,7% przychodów prognozowanych na rok 2013). Kontrakt w całości będzie zrealizowany w 2013 roku.

Kontrakt za 26,3 mln PLN

ZUE podpisało umowę z Tramwajami Śląskimi w Chorzowie na modernizację linii tramwajowych w Sosnowcu. Wartość umowy to 26,3 mln PLN (5,3% oczekiwanych przychodów na rok 2012).

Deweloperzy

Deweloperzy mieszkaniowi

Sprzedaż mieszkań w Q4 2012

Deweloperzy giełdowi sprzedali w Q4 2012 o 8% mniej mieszkań R/R oraz 18% więcej w ujęciu Q/Q. W całym 2012 r. sprzedaż mieszkań wśród dziesięciu analizowanych spółek spadła o 13% w stosunku do 2011 r. Jedynymi spółkami, które poprawiły kontraktację w 2012 r. były Robyg i Ronson. Największy spadek sprzedaży wystąpił w Marvipolu (-29%). W 2013 r. spodziewamy się w spółkach giełdowych kontraktacji zbliżonej do odnotowanej w 2012 r. Spółki, posiadające do wprowadzenia nowe, duże projekty mieszkaniowe, są w stanie poprawić sprzedaż (Dom Development, JWC, Polnord), niemniej spodziewany przez nas spadek marż sprawia, że deweloperzy mieszkaniowi nie są obecnie polecanym przez nas sektorem.

Liczba sprzedanych mieszkań u deweloperów mieszkaniowych

	Q4 12	Q4 11	Zmiana R/R	Q3 12	Zmiana Q/Q	2012	2011	Zmiana %
Dom Development	334	455	-27%	360	-7%	1 435	1 735	-17%
Robyg	297	236	26%	264	13%	1 113	1 019	9%
JWC**	306	297	3%	200	53%	853	1 029	-17%
Polnord	255	289	-12%	209	22%	907	1 083	-16%
Budimex Nieruchomości	193	132	46%	112	72%	515	682	-24%
Gant*	217	289	-25%	140	55%	778	925	-16%
InPro	70	118	-41%	108	-35%	356	426	-16%
Ronson	119	58	105%	94	27%	381	358	6%
Marvipol	86	175	-51%	94	-9%	355	503	-29%
Wikana	88	93	-5%	73	21%	326	335	-3%
Suma	1 965	2 142	-8%	1 654	19%	7 019	8 095	-13%

Źródło: Spółki, PAP; *sprzedaż brutto, **sprzedaż brutto z uwzględnieniem inwestycji przy ul. Wroniej

Raport REAS za Q4 2012

Wnioski o kredyt w RnS były przyjmowane do ostatnich dni roku i będą rozpatrywane przez całe pierwsze półrocze, łagodząc spadek sprzedaży. W sześciu największych aglomeracjach około 25% sprzedaży było z udziałem programu RnS. Największy udział RnS w transakcjach miał miejsce w Gdańsku i Wrocławiu (prawdopodobnie ponad 50%). W Q4 2012 w sześciu największych aglomeracjach w kraju wprowadzono do sprzedaży prawie 6,7 tys. mieszkań (+5% Q/Q, -8% R/R). W tym samym okresie liczba transakcji wyniosła 8,4 tys. lokali (+18% Q/Q, +14% R/R). Oferta mieszkań na rynku pierwotnym na koniec grudnia wyniosła 54 tys. lokali (6 największych aglomeracji), co oznacza spadek o 5% w stosunku do szczytu oferty odnotowanego na koniec czerwca. Według REAS, od Q2 2013 zacznie być dostrzegalny negatywny efekt braku RnS, a cały 2013 będzie trudny dla deweloperów mieszkaniowych. Firmy z największymi problemami mogą być zmuszone do wyprzedaży mieszkań po niskich cenach. Na rynku powinno dojść do konsolidacji. Przy przyśpieszeniu wzrostu gospodarczego w 2014 r. i wprowadzeniu nowego rządowego programu wspierającego rynek mieszkaniowy, rok 2014 może według REAS, przynieść wyraźną poprawę koniunktury w sektorze.

Rank Progress

Rank Progress tworzy JV ws. zakładów utylizacji odpadów

W uzupełnieniu raportu bieżącego z dnia 16 listopada 2012 Zarząd informuje o podpisaniu umowy joint venture z Waste to Energy Canada Inc. (WtEC) z siedzibą w Vancouver w Kanadzie. WtEC dostarcza technologie i rozwiązania wykorzystywane w utylizacji odpadów komunalnych i przemysłowych, w ramach których odpady są przetwarzane do postaci popiołu oraz energii cieplnej i elektrycznej. Podpisana umowa joint venture określa formę współpracy, a także działania spółki holdingowej oraz spółek celowych każdorazowo powoływanych do realizacji pojedynczych projektów obejmujących projektowanie i budowanie zakładów energetycznych, a w dalszym etapie – zarządzanie nimi. Rank Progress wspólnie z WtEC wytypował 8 lokalizacji, z czego 3 uznaje za pewne. Łączna wartość planowanych w tej chwili projektów to 200 mln EUR, a okres realizacji przynajmniej 5 lat. Spółka szacuje okres zwrotu z inwestycji na 5-6 lat, nie uwzględniając produkowanej energii i możliwości pozyskania unijnych dotacji. Partnerem finansowym Rank Progress i WtEC ma zostać EDC, rządowa agencja wspomagająca zagraniczną aktywność kanadyjskich firm. Podpisana umowa jest kolejnym krokiem zmierzającym do rozszerzenia działalności Rank Progress o nowy segment – realizację zakładów utylizacji odpadów. Podawany przez Spółkę okres zwrotu z inwestycji jest bardzo atrakcyjny, niemniej jednak nie posiadamy wystarczających danych by zweryfikować czy jest on realny. Rynek spalarni odpadów w Polsce jest na bardzo wczesnym etapie rozwoju. Technologia, którą oferuje kanadyjska spółka nie jest jeszcze obecna na polskim rynku.

TUP

Umowa sprzedaży gruntu w Zakroczymiu

Spółka zawarła z Inter Cars S.A., przedwstępną umowę sprzedaży nieruchomości położonej w Zakroczymiu. Nieruchomość będąca przedmiotem umowy obejmuje powierzchnię 11,1874 ha. Cena sprzedaży nieruchomości wynosi 4,5 mln PLN netto. Strony postanowiły, że przyrzeczona umowa sprzedaży zostanie zawarta w terminie do dnia 30 września 2013. Na koniec września 2012 TUP wycenił powyższą nieruchomość na 5,5 mln PLN. Cena sprzedaży była o 18% niższa. Spółka jest notowana na wskaźniku $P/BV=0,20$. Zawarcie przedwstępnej umowy sprzedaży gruntu oceniamy pozytywnie.



BBI Development (Akumuluj)

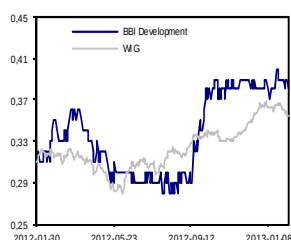
Cena bieżąca: 0,38 PLN

Cena docelowa: 0,42 PLN

Analityk: Piotr Zybala

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mln PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	67,1	69,6	3,7%	70,5	1,2%	90,3	28,1%	Liczba akcji (mln)	523,1
EBITDA	28,5	24,6	-13,7%	9,1	-63,2%	10,4	15,1%	MC (cena bieżąca)	198,8
marża EBITDA	42,5%	35,3%		12,8%		11,5%		EV (cena bieżąca)	408,0
EBIT	28,4	24,4	-14,0%	8,7	-64,5%	10,0	15,7%	Free float	65,2%
Zysk netto	12,0	15,8	32,2%	1,5	-90,3%	4,5	195,5%		
P/E	16,6	12,6		129,6		43,9		Zmiana ceny: 1m	0,0%
P/CE	16,4	12,4		102,9		40,2		Zmiana ceny: 6m	31,0%
P/BV	0,9	0,8		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	22,6%
EV/EBITDA	10,3	13,9		45,0		53,9		Max (52 tyg.)	0,4
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	0,3



Kurs akcji BBD od czterech miesięcy znajduje się w trendzie bocznym, oscylując w przedziale 0,37-0,39 PLN na akcję. Styczeń nie przyniósł informacji, które skłaniałyby do wybiecia kursu z tego korytarza. Spodziewamy się, że luty będzie pod tym względem podobny. W kolejnych miesiącach 2013 r. katalizatorem wzrostu kursu powinna być sprzedaż inwestycji przy Pl. Unii, która może wygenerować nawet 180 mln PLN wolnych przepływów pieniężnych przypisanych do BBD. Spółka ma w planach kolejne inwestycje, wszystkie zlokalizowane w bardzo atrakcyjnych lokalizacjach w Warszawie. Rozpoczęcie ich realizacji nastąpi pod warunkiem uzyskania dostępu do finansowania oraz rozwiązania kwestii administracyjnych. Spodziewana przez nas sprzedaż Placu Unii otworzy Spółce drogę do realizacji kolejnych projektów i z pewnością przyspieszy ich rozpoczęcie. Podtrzymujemy rekomendację Akumuluj.

Otrzymanie pozwolenia na użytkowanie budynków w Szczecinie

Spółka otrzymała ostateczną decyzję o pozwoleniu na użytkowanie dwóch budynków mieszkalnych w inwestycji Małe Błonia w Szczecinie. Są to najprawdopodobniej budynki z pierwszego etapu szczecińskiej inwestycji. Spodziewaliśmy się ich częściowego rozliczenia w wyniku finansowym w Q4 2012. Późniejsze uzyskanie pozwolenia na użytkowanie może oznaczać przesunięcie przekazania na 2013 r. Projekt w Szczecinie nie ma dużego znaczenia z punktu widzenia wyniku Spółki. Inwestycja ma niewielką skalę i jednocyfrową marżę.



Dom Development (Sprzedaż)

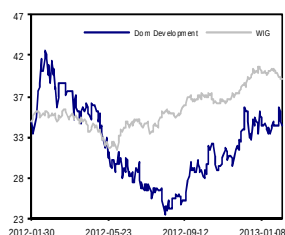
Cena bieżąca: 32,21 PLN

Cena docelowa: 27,8 PLN

Analityk: Piotr Zybala

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	513,7	584,3	13,7%	902,3	54,4%	745,5	-17,4%	Liczba akcji (mln)	24,7
EBITDA	61,4	105,6	72,0%	130,6	23,6%	93,7	-28,3%	MC (cena bieżąca)	796,1
marża EBITDA	12,0%	18,1%		14,5%		12,6%		EV (cena bieżąca)	817,9
EBIT	59,1	103,2	74,7%	127,5	23,6%	90,6	-28,9%	Free float	26,6%
Zysk netto	40,4	82,7	104,5%	102,8	24,3%	73,1	-28,9%		
P/E	19,6	9,6		7,7		10,9		Zmiana ceny: 1m	-2,9%
P/CE	18,5	9,3		7,5		10,5		Zmiana ceny: 6m	29,1%
P/BV	1,0	0,9		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	0,0%
EV/EBITDA	13,6	8,5		6,3		8,3		Max (52 tyg.)	42,8
Dyid (%)	2,5	2,8		4,6		5,8		Min (52 tyg.)	23,5



Znając już dane na temat sprzedaży i przekazania mieszkań za Q4 2012, jesteśmy w stanie z dużym prawdopodobieństwem stwierdzić, że Dom Development nie osiągnie prognozowanego przez nas na 2012 r. wyniku finansowego w wysokości 102,8 mln PLN. Mniejsza liczba rozliczonych lokali w inwestycji Akropol oznacza, że ostateczny wynik może być o około 10 mln PLN niższy. Lokale, których Spółka nie zdążyła rozliczyć w 2012 r. zwiększą wynik 2013 r. Nie przesądzałibyśmy jednak, że Dom Development będzie w stanie przekroczyć nasze prognozy 2013 r., których realizacja wymaga utrzymania cen i poprawy sprzedaży mieszkań w bieżącym roku. Odnotowany przez Spółkę spadek sprzedaży mieszkań w Q4 2012 były dla nas pewnym rozczarowaniem. Dom Development nie utrzymał poziomu sprzedaży z pierwszych trzech kwartałów 2012 r., mimo że według REAS Q4 był pod względem sprzedaży mieszkań na rynku pierwotnym najlepszym kwartałem ubiegłego roku. Podtrzymujemy rekomendację Sprzedaż.

Wstępna informacja o wynikach 2012

W 2012 roku Spółka osiągnęła następujące wyniki: sprzedaż netto: 1 436 mieszkań (w tym 334 w IV kwartale 2012 r.); przekazania: 1 970 mieszkań (w tym 549 w IV kwartale 2012 r.). Na wynik finansowy Spółki za IV kwartał wpływają głównie przekazania na projektach: Wilno (121 mieszkań), Saska (113), Adria (85), Oaza – Wrocław (57), Akropol (56), Derby (35), Przy Ratuszu (34), Grzybowska (7), Opera B (1). Na dzień 31.12.2012 stan środków pieniężnych Grupy Kapitałowej Dom Development wynosił 411 mln zł przy łącznym zadłużeniu odsetkowym w wysokości 430 mln PLN. Tym samym, zadłużenie odsetkowe netto Grupy wyniosło 19 mln PLN. Zadłużenie odsetkowe krótkoterminowe Grupy równe było 33 mln PLN, a długoterminowe – 397 mln PLN.



Echo Investment (Akumuluj)

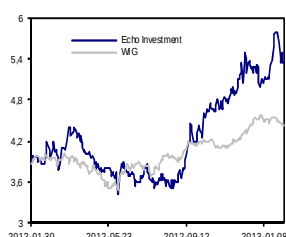
Cena bieżąca: 5,35 PLN

Cena docelowa: 5,8 PLN

Analityk: Piotr Zybala

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	426,4	406,9	-4,6%	550,9	35,4%	533,5	-3,2%	Liczba akcji (mln)	412,7
EBITDA	172,7	547,2	216,9%	199,9	-63,5%	263,2	31,6%	MC (cena bieżąca)	2 207,9
marża EBITDA	40,5%	134,5%		36,3%		49,3%		EV (cena bieżąca)	4 615,3
EBIT	168,7	539,4	219,7%	195,6	-63,7%	257,6	31,7%	Free float	36,8%
Zysk netto	147,7	176,5	19,5%	121,0	-31,4%	150,9	24,7%		
P/E	15,2	12,7		18,2		14,6		Zmiana ceny: 1m	5,9%
P/CE	14,8	12,2		17,6		14,1		Zmiana ceny: 6m	44,2%
P/BV	1,2	1,1		1,0		1,0		Zmiana ceny: 12m	35,4%
EV/EBITDA	23,1	7,9		23,1		16,9		Max (52 tyg.)	5,8
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyq.)	3,4



Silne zachowanie kursu Echo Investment na początku roku można tłumaczyć oczekiwaniami dobrych wyników finansowych za Q4 2012, które Spółka opublikuje 26 lutego. Nasza prognoza na zysku netto na 2012 r. (121 mln PLN) jest konserwatywna i widzimy duże szanse na jej przekroczenie. W Q4 wynik powinny zbudować przeszacowania zakończonych inwestycji (Szczecin, Wrocław, Bełchatów). Wycena do wartości godziwej projektów prowadzonych w segmencie komercyjnym powinna być też źródłem istotnych zysków w całym 2013 r. Znaczna skala prowadzonych inwestycji oraz ambitne plany na kolejne lata wymagają od Spółki sprawności w pozyskiwaniu finansowania. W tym kontekście dobrze trzeba ocenić przeprowadzoną na przełomie stycznia i lutego emisję obligacji o wartości 200 mln PLN. Podtrzymujemy rekomendację Akumuluj.

Plany inwestycji na Ukrainie

W wywiadzie dla Pulsu Biznesu Prezes Gromniak informuje, że wiosną Echo planuje rozpocząć budowę kompleksu biurowego w Kijowie. Obecnie prowadzone są przygotowania do tej inwestycji i kalkulowane ryzyko. W Kijowie Echo posiada działkę, której wartość bilansową szacujemy na ok. 70 mln PLN, pozwalającą na wybudowanie ponad 100 tys. m² powierzchni biurowej. W naszych prognozach nie zakładaliśmy realizacji tej inwestycji w najbliższych latach, więc uwzględnienie mogłoby się wiązać ze wzrostem wyceny dewelopera. Obecnie 100% pracujących aktywów kieleckiej Spółki jest zlokalizowanych w Polsce.

Emisja obligacji o wartości 200 mln PLN

Echo Investment wyemitowało niezabezpieczone obligacje kuponowe o wartości 200 mln PLN. Obligacje zostały wyemitowane na okres kończący się 28 kwietnia 2017 roku. W bieżącym roku Spółka ma do spłaty obligacje w łącznej wartości 250 mln PLN. Przeprowadzona emisja zabezpiecza w naszej opinii potrzeby gotówkowe Spółki, związane z obsługą zapadających obligacji i realizowanym programem inwestycyjnym.



GTC (Trzymaj)

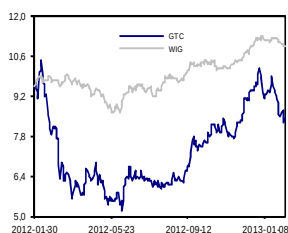
Cena bieżąca: 8,42 PLN

Cena docelowa: 8,3 PLN

Analityk: Piotr Zybala

Data ostatniej aktualizacji: 2012-11-06

(mIn EUR)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	169,0	153,7	-9,1%	152,1	-1,0%	155,6	2,3%	Liczba akcji (mln)	319,4
EBITDA	111,1	-230,7		33,7		74,1	119,7%	MC (cena bieżąca)	2 689,1
marża EBITDA	65,8%	-150,1%		22,2%		47,6%		EV (cena bieżąca)	6 632,6
EBIT	110,6	-231,2		33,2		73,5	121,6%	Free float	58,8%
Zysk netto	41,9	-270,4		-14,6	-94,6%	16,7			
P/E	10,6					38,5		Zmiana ceny: 1m	-7,6%
P/CE	10,4					37,3		Zmiana ceny: 6m	39,5%
P/BV	0,4	0,6		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	-9,4%
EV/EBITDA	15,1			47,2		20,3		Max (52 tyg.)	10,4
Dywidenda (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	5,2



W styczniu GTC była jedną z najsłabszych spółek w WIG20, a kurs dewelopera powrócił do poziomu z przełomu listopada i grudnia. Spółka jest notowana na wskaźniku P/BV równym 0,80. Jak na dewelopera, który (1) nie posiada obecnie żadnych projektów w realizacji, (2) posiada portfel nieruchomości mocno zagrożony dalszymi odpisami wartości, (3) osiąga cash flow operacyjny ledwo starczający na pokrycie kosztów odsetek, przynajmniej 20% dyskonto do BV jest w przypadku GTC jak najbardziej uzasadnione. Silnym wsparciem kursu Spółki będzie realizacja dwóch centrów handlowych w Warszawie. Jednak ich budowa nie rozpocznie się wcześniej niż w H2 2013. Podtrzymujemy neutralną rekomendację dla akcji GTC.

Anulowanie sprzedaży trzech centrów handlowych w Rumunii

GTC anulowała sprzedaż trzech centrów handlowych w rumuńskich miejscowościach Buzau, Piatra Neamt oraz Suceava, o której Spółka informowała 31 października 2012 r. Finalizacja transakcji była uzależniona od pomyślnego zakończenia prowadzonego przez nabywcę procesu due diligence. Brak porozumienia przy sprzedaży centrów handlowych oceniamy negatywnie. Może być efektem negatywnego wyniku badania due diligence. Transakcja wpisywała się w strategię GTC, mającą na celu koncentrację na sektorze dużych centrów handlowych i wyjście z nierentownych projektów (sprzedawane galerie przynoszą 3-4 mln EUR straty rocznie).



J.W. Construction (Redukuj)

Cena bieżąca: 4,27 PLN

Cena docelowa: 4 PLN

Analityk: Piotr Zybala

Data ostatniej aktualizacji: 2012-08-01

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	620,0	378,6	-38,9%	262,8	-30,6%	367,1	39,7%	Liczba akcji (mln)	54,1
EBITDA	155,3	76,2	-51,0%	64,4	-15,4%	65,3	1,4%	MC (cena bieżąca)	230,9
marża EBITDA	25,0%	20,1%		24,5%		17,8%		EV (cena bieżąca)	990,2
EBIT	142,4	63,9	-55,2%	54,1	-15,3%	54,9	1,6%	Free float	27,3%
Zysk netto	92,0	31,3	-66,0%	19,2	-38,7%	18,7	-2,6%		
P/E	2,5	7,4		12,0		12,4		Zmiana ceny: 1m	1,2%
P/CE	2,2	5,3		7,8		8,0		Zmiana ceny: 6m	3,0%
P/BV	0,5	0,5		0,5		0,4		Zmiana ceny: 12m	-43,9%
EV/EBITDA	4,9	10,6		15,4		16,7		Max (52 tyg.)	8,4
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,3



Prawdopodobnie w oczekiwaniu na emisję obligacji przeznaczoną pod spłatę zapadających w czerwcu papierów dłużnych o wartości 130 mln PLN, kurs JWC mocno rósł prawie przez cały styczeń, by na przełomie lutego oddać większość wypracowanych zysków. Przeprowadzona pod koniec stycznia emisja obligacji na 106 mln PLN, przynajmniej w krótkim terminie, oddała ryzyko utraty płynności przez Spółkę. Zabezpieczenie środków pod realizację zaplanowanych na ten rok projektów deweloperskich (mieszkaniowych i komercyjnych) nie jest jeszcze przesądzone, a stąd ryzyko opóźnień realne. Podtrzymujemy rekomendację Redukuj.

Wywiad z Józefem Wojciechowskim

W marcu JWC zamierza wprowadzić do sprzedaży pierwszy etap inwestycji przy ul. Kasprzaka na 153 mieszkania. Jesienią miałyby się rozpocząć budowa drugiego etapu na 975 mieszkań. W 2012 w planach Spółki jest wprowadzenie do oferty jeszcze inwestycji w Katowicach, Warszawie i dwóch w Gdyni. W Q4 25% sprzedawanych mieszkań kwalifikowało się do programu RnS. Według Wojciechowskiego, nie ma możliwości dalszego obniżania cen, gdyż ceny gruntów, wykonawstwa, obsługi prawnej i architektonicznej utrzymują się na stałym poziomie. Terminy rozpoczęcia inwestycji nie różnią się od ostatnich deklaracji Zarządu. Wywiad potwierdza, że RnS miała istotny wpływ na wyniki sprzedażowe dewelopera w Q4. Przy braku możliwości obniżania cen, brak programu dopłat od początku 2013 roku może niekorzystnie wpłynąć na statystyki sprzedaży i uniemożliwić Spółce powtórzenie dobrej kontraktacji z Q4 2012 r.

Przedłużenie terminu zapadalności obligacji

Zarząd Spółki podjął Uchwałę, na podstawie której dokonał zmiany warunków emisji obligacji Spółki o łącznej wartości 95 mln PLN. Zmiana parametrów Obligacji dotyczy przedłużenia terminu ich wykupu przy jednoczesnym zwiększeniu oprocentowania. Dotychczasowe oprocentowanie Obligacji w wysokości stawki WIBOR 3M +3% zostanie podwyższone o 0,75p.p, natomiast termin wykupu z 27 kwietnia 2015 r., zostanie wydłużony i będzie przypadał na dzień 25 stycznia 2016 r. Celem Spółki jest zmiana obecnej niekorzystnej struktury zapadalności zadłużenia. Widać jednocześnie, że takie zabiegi wiążą się z dodatkowymi kosztami. JWC jest jedną z najbardziej zadłużonych spółek deweloperskich. Kondycja rynku mieszkaniowego w 2013 r. najprawdopodobniej nie pozwoli Spółce na zmniejszenie zadłużenia czy osiągnięcie atrakcyjnych wyników finansowych w bieżącym roku.

Emisja obligacji o wartości 105,7 mln PLN

Spółka wyemitowała łącznie 1 057 sztuk obligacji zabezpieczonych o łącznej wartości 105,7 mln PLN, a oprocentowanie ustalone zostało w oparciu o stawkę WIBOR 3M powiększoną o marżę, z końcowym terminem wykupu 25 stycznia 2016 r. Celem emisji obligacji jest częściowa spłata zadłużenia z tytułu obligacji serii A. Oprocentowanie jest wypłacane kwartalnie. Nieruchomości, które stanowią zabezpieczenie wyemitowanych nieruchomości to: biurowiec przy Al. Jerozolimskich 216, kompleks hotelowy „Czarny Potok” w Krynicy - Zdrój, grunty pod Ożarowem Mazowieckim oraz grunty w Konstancinie – Jeziornej. Informację oceniamy pozytywnie. Po przeprowadzeniu powyższej emisji, Spółka ma jeszcze w tym roku do spłaty obligacje o łącznej wartości ok. 24 mln PLN, z terminem zapadalności przypadającym na czerwiec. Spółka wciąż posiada bardzo wysoki poziom zadłużenia, chociaż w obliczu przeprowadzonej emisji struktura zapadalności długu jest bardziej korzystna.



PA Nova (Kupuj)

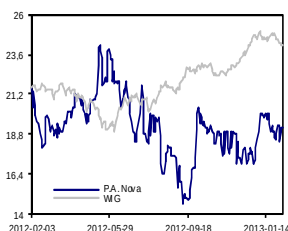
Cena bieżąca: 18,41 PLN

Cena docelowa: 22,9 PLN

Analityk: Piotr Zybala

Data ostatniej aktualizacji: 2012-09-11

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	146,5	173,9	18,7%	182,7	5,1%	207,7	13,6%	Liczba akcji (mln)	10,0
EBITDA	27,9	32,5	16,3%	25,7	-21,0%	42,6	66,0%	MC (cena bieżąca)	183,8
marża EBITDA	19,1%	18,7%		14,1%		20,5%		EV (cena bieżąca)	410,7
EBIT	25,7	29,7	15,3%	22,6	-24,0%	39,5	75,3%	Free float	39,4%
Zysk netto	20,2	21,2	4,9%	18,3	-13,6%	22,4	22,7%		
P/E	9,1	8,7		10,1		8,2		Zmiana ceny: 1m	-4,1%
P/CE	8,2	7,7		8,6		7,2		Zmiana ceny: 6m	-2,8%
P/BV	0,8	0,7		0,7		0,6		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	9,4	8,4		16,0		9,6		Max (52 tyg.)	24,2
Dywid (%)	0,0	0,0		2,7		0,0		Min (52 tyg.)	14,6



Q4 był pod względem osiągniętego wyniku najlepszym kwartałem 2012 r. Całoroczny zysk netto powinien być bliski prognozowanym przez nas 18,3 mln PLN (P/E = 10,1), a kolejne lata przyniosą dodatnią dynamikę zysków. Warto przy tym zwrócić uwagę na zawartą w styczniu umowę na budowę hali przemysłowo-magazynowej w Rybniku. Inwestycja powinna generować ok. 2 mln PLN zysku przed opodatkowaniem począwszy od 2014 r. Dzięki udziałowi finansowania zewnętrznego, wkład własny P.A. Novej w inwestycję nie powinien przekroczyć 10 mln PLN. Podtrzymujemy rekomendację Kupuj.

Zawarcie umowy znaczącej

Spółka zależna od P.A. Novej zawarła z Doosan Babcock Energy Polska Sp. z o.o. umowę najmu nieruchomości gruntowej wraz z budynkiem i infrastrukturą zewnętrzną, zlokalizowaną w Rybniku przy ul. Strefowej. Umowa jest zawarta na okres 15 lat od rozpoczęcia okresu najmu. Wynajmujący jest zobowiązany do wybudowania Przedmiotu najmu obejmującego halę przemysłowo-magazynową wraz z kompleksem administracyjno-biurowym oraz do jego przekazania nie później niż w dniu 1 grudnia 2013 roku. Szacunkowa wartość czynszu za cały okres obowiązywania Umowy wynosi ok. 10 598 tys. EUR (43,6 mln PLN). Podpisanie nowej umowy oceniamy pozytywnie. Nie była ona uwzględniona w naszych prognozach.

Zawarcie umowy znaczącej

P.A. Nova sprzedała na rzecz Kaufland Polska prawo własności nieruchomości zabudowanej samoobsługowym obiektem handlowym i towarzyszącą infrastrukturą za cenę netto 23,0 mln PLN. Kontrakt był uwzględniony w naszych prognozach wyników P.A. Novej.



Polnord (Trzymaj)

Cena bieżąca: 10,38 PLN

Cena docelowa: 11,1 PLN

Analityk: Piotr Zybala

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	180,3	289,1	60,4%	283,2	-2,1%	254,4	-10,2%	Liczba akcji (mln)	25,6
EBITDA	50,4	78,5	55,7%	134,6	71,5%	50,4	-62,6%	MC (cena bieżąca)	266,1
marża EBITDA	28,0%	27,2%		47,5%		19,8%		EV (cena bieżąca)	855,7
EBIT	48,1	76,4	58,7%	133,0	74,2%	48,3	-63,7%	Free float	55,0%
Zysk netto	51,6	70,9	37,4%	17,2	-75,7%	11,9	-30,8%		
P/E	4,5	3,5		15,4		22,3		Zmiana ceny: 1m	-13,9%
P/CE	4,3	3,4		14,1		19,1		Zmiana ceny: 6m	-19,9%
P/BV	0,2	0,2		0,2		0,2		Zmiana ceny: 12m	-39,7%
EV/EBITDA	18,8	11,4		6,4		16,2		Max (52 tyg.)	19,9
Dyid (%)	8,3	3,1		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	10,0



Ponad 15% wzrost kursu Polnordu na początku stycznia okazał się być jedynie krótkoterminowym zrywem, a cena akcji powróciła do poziomu z końca ubiegłego roku. Wycenie rynkowej Polnordu nie pomogły nawet styczniowe emisje obligacji o łącznej wartości 65,5 mln PLN, które zdecydowanie zmniejszają ryzyko utraty płynności przez Spółkę. W obliczu przeprowadzonych w ostatnich dwóch kwartałach emisji obligacji, struktura zadłużenia Polnordu jest dużo bardziej korzystna niż na jeszcze pół roku temu, a Spółka nie powinna mieć większych problemów z uregulowaniem zobowiązań zapadających do końca tego roku. Trudniejszym zadaniem jest osiągnięcie przez Polnord zadowalającego poziomu rentowności. Obawiamy się, że Spółka nie będzie w stanie pod tym względem pozytywnie zaskoczyć inwestorów w 2013 r. Podtrzymujemy rekomendację Trzymaj.

Polnord wydał 368 lokali w Q4 2012

W 2012 r. Polnord wydał klientom 939 lokali z czego 39% tj. 368 wydań miało miejsce w Q4 2012 r. W 2011 r. Polnord wydał nabywcom 912 lokali. Ogłoszona przez Spółkę liczba wydań jest nieco wyższa od naszych prognoz (przekazanie 909 mieszkań w 2012 r. i 338 w Q4 2012). Zakładając brak w wyniku zdarzeń jednorazowych (lub ich neutralny wpływ na wynik), wyniki finansowe Polnordu w 2012 r. nie powinny istotnie odbiegać od naszych prognoz (zysk netto: 17,2 mln PLN w 2012 r., -4,8 mln PLN w Q4 2012).

Wykup i emisja obligacji

W dniu 22.01.2013 r. Polnord wykupił, zgodnie z terminem, w celu umorzenia, obligacje o łącznej wartości nominalnej wynoszącej 26,5 mln zł. Przedmiotowe obligacje zostały wyemitowane w dniu 22.01.2010 r. Środki na wykup powyższych obligacji pochodziły z wpływów, z przeprowadzonej w dniu 22.01.2013 r., emisji zabezpieczonych obligacji o łącznej wartości nominalnej wynoszącej 26,5 mln PLN, których termin wykupu przypada na dzień 22.01.2016 r., tj. za trzy lata od daty emisji. Organizatorem emisji był DM Banku BPS S.A. W okresie 16-22 stycznia 2013 r. Polnord przeprowadził 3 emisje obligacji o łącznej wartości 65,5 mln PLN, których celem była spłata wcześniejszych serii obligacji. Sprawdził się zatem scenariusz, który zakładaliśmy w naszym grudniowym raporcie. Na 30 kwietnia br. przypada wykup obligacji o wartości 40 mln PLN, w przypadku których spodziewamy się częściowego rolowania. Przeprowadzone w H1 2013 emisje obligacji rozwiążą problemy płynnościowe Polnordu przynajmniej w perspektywie 2013 r. Podtrzymujemy naszą opinię, że wyniki finansowe bieżącego i 2014 r. będą słabe.



Robyg (Trzymaj)

Cena bieżąca: 1,5 PLN

Cena docelowa: 1,45 PLN

Analityk: Piotr Zybala

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	284,8	160,5	-43,7%	394,2	145,6%	441,7	12,1%	Liczba akcji (mln)	257,9
EBITDA	47,6	11,6	-75,7%	68,6	492,1%	64,5	-5,9%	MC (cena bieżąca)	386,9
marża EBITDA	16,7%	7,2%		17,4%		14,6%		EV (cena bieżąca)	777,7
EBIT	46,9	10,7	-77,2%	67,5	531,7%	63,7	-5,6%	Free float	16,5%
Zysk netto	31,7	22,3	-29,6%	33,0	48,1%	29,9	-9,6%		
P/E	12,2	17,3		11,7		13,0		Zmiana ceny: 1m	1,4%
P/CE	11,9	16,6		11,4		12,6		Zmiana ceny: 6m	26,1%
P/BV	0,9	0,9		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	20,0%
EV/EBITDA	15,6	67,1		11,3		12,2		Max (52 tyg.)	1,8
Dyid (%)	0,0	4,7		8,0		6,7		Min (52 tyg.)	1,1



Ostatni kwartał 2012 r. nie zdołał podnieść wyniku finansowego Robyga wypracowanego po pierwszych dziewięciu miesiącach 2012 r. Spółka powinna przekazać niewiele ponad 200 mieszkań, co pozwoli na wypracowanie wyniku finansowego w okolicach zera. Marża deweloperska może przy tym spaść w Q4 2012 poniżej 20%. Wydarzeniem stycznia w spółce była emisja obligacji o wartości 50 mln PLN w celu spłaty obligacji zapadających w tym roku. Szacujemy, że przeprowadzona emisja może wiązać się z nieznacznym obniżeniem kosztów finansowania w Robygu. W udzielonym wywiadzie Prezes Okoński wskazywał na możliwość wypłaty dywidendy za 2012 r. w przedziale 0,07-0,12 PLN/akcję. Sądzymy, że środek tego przedziału jest najbardziej prawdopodobny (0,09-0,10 PLN, DYield= 6,0-6,7%). Podtrzymujemy neutralną rekomendację.

Emisja obligacji o wartości 50 mln PLN

Robyg wyemitował obligacje serii G i H o łącznej wartości 50 mln PLN, z czego obligacje o wartości 40 mln PLN są zabezpieczone. Pozyskane środki posłużą do wcześniejszego wykupu obligacji serii A. Termin wykupu obligacji obu serii przypada na I kwartał 2016 roku. Spółka zamierza je wprowadzić na Catalyst. Emisja zmienia strukturę zapadalności długu w Robygu na bardziej korzystną, nie ma to jednak wpływu na naszą rekomendację i cenę docelową. Sytuację finansową Robyga oceniamy jako bezpieczną.

Pozwolenie na użytkowanie inwestycji w Gdańsku

Grupa Robyg uzyskała pozwolenie na użytkowanie trzech etapów w dwóch gdańskich inwestycjach: IV etapu kompleksu Lawendowe Wzgórze oraz V etapu osiedla Słoneczna Morena. Potencjał rozpoznania mieszkań w przychodach Spółki wynosi 142 lokale. Obecnie w Gdańsku Robyg ma w trakcie budowy 600 lokali i planuje rozpoczęcie realizacji kolejnych 300. W naszych prognozach zakładaliśmy rozpoznanie części mieszkań z powyższych inwestycji już w Q4 2012. Rozpoczęcie przekazania dopiero w Q1 2013 spowoduje częściowe przesunięcie przychodów z Q4 2012 na 2013 r. Wynik finansowy Robyga za Q4 2012 powinien być słaby (w okolicach zera bądź strata).

Umowa kredytowa na 14,95 mln PLN

Spółka zawarła z Bankiem Millennium umowę kredytową na łączną sumę kredytu do 14,95 mln PLN w celu finansowania bieżącej działalności Spółki, a w szczególności działalności deweloperskiej spółki ROBYG Osiedle Królewskie sp. z o.o., która jest właścicielem nieruchomości położonej w Warszawie w dzielnicy Wilanów, na której spółka ta zamierza realizować projekt deweloperski. Kredyt został udzielony na okres do 22 stycznia 2014 roku i jest oprocentowany według stawki WIBOR 1M+marża.

Wywiad z Prezesem Okońskim

Zarząd Robyga chce zarekomendować wypłatę dywidendy z zysku za 2012 r. podobnej wartościowo do tych z dwóch poprzednich lat. Ma się ona ukształtować w przedziale 0,07-0,12 PLN - poinformował PAP Wojciech Okoński, prezes Spółki. Wyniki za IV kwartał 2012 r. będą nieco gorsze q/q. Okoński poinformował, że Spółka nie odczuła w styczniu spadku popytu na swoje mieszkania, mimo wygaśnięcia programu "Rodzina na Swoim", a poziom kontraktacji utrzymuje się na stabilnym poziomie, w porównaniu z grudniem ubiegłego roku. Wypłata wspomnianej dywidendy jest jak najbardziej w zasięgu Robyga. Spółka dysponuje wystarczającą rezerwą gotówki na ten cel. Stwierdzenie, że wyniki Q4 będą nieco gorsze q/q jest dość zaskakujące. Szacujemy, że w Q4 2012 Robyg nie przekazał wystarczająco dużo mieszkań, by zbliżyć się do wyników Q3 2012.



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

Departament Analiz:

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

Matthias Falkiewicz tel. (+48 22) 697 48 47
matthias.falkiewicz@dibre.com.pl

Maklerzy:

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

Szymon Kubka tel. (+48 22) 697 48 16
szymon.kubka@dibre.com.pl

Anna Łągowska tel. (+48 22) 697 48 25
anna.lagowska@dibre.com.pl

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

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 47 90
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 49 85
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 30
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

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

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

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

Elektrobudowa

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj	Trzymaj	Redukuj
data wydania	2012-08-06	2012-11-21	2012-12-10	2013-02-06
kurs z dnia rekomendacji	91,40	113,50	111,20	142,00
WIG w dniu rekomendacji	40594,36	44438,93	44438,93	46674,78

ING BSK

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2012-09-13	2012-12-10	2013-02-06
kurs z dnia rekomendacji	84,50	89,95	88,60
WIG w dniu rekomendacji	42982,12	45538,45	46674,78

Kruk

rekomendacja	Kupuj	Akumuluj
data wydania	2012-12-10	2013-02-06
kurs z dnia rekomendacji	43,02	49,60
WIG w dniu rekomendacji	45538,45	46674,78

Lotos

rekomendacja	Akumuluj	Trzymaj	Redukuj	Trzymaj
data wydania	2012-09-27	2012-12-10	2013-01-07	2013-02-06
kurs z dnia rekomendacji	30,06	41,50	40,60	39,50
WIG w dniu rekomendacji	43462,14	45538,45	47888,16	46674,78

Pekao

rekomendacja	Trzymaj	Redukuj	Trzymaj	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2012-06-05	2012-07-04	2012-09-13	2012-12-10	2013-02-06
kurs z dnia rekomendacji	136,00	150,40	156,10	164,00	159,00
WIG w dniu rekomendacji	37287,97	40788,16	42982,12	45538,45	46674,78

PKO BP

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
data wydania	2012-07-04	2012-09-13	2012-12-10	2013-02-06
kurs z dnia rekomendacji	33,70	36,65	35,40	34,59
WIG w dniu rekomendacji	40788,16	42982,12	45538,45	46674,78

PZU

rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2012-07-04	2012-12-04	2013-01-07	2013-02-06
kurs z dnia rekomendacji	327,00	397,00	423,00	402,50
WIG w dniu rekomendacji	40788,16	45293,43	47888,16	46674,78

ULMA CP

rekomendacja	Akumuluj	Kupuj	Kupuj	Akumuluj
data wydania	2012-05-07	2012-08-06	2012-12-10	2013-02-06
kurs z dnia rekomendacji	55,75	39,30	41,98	54,00
WIG w dniu rekomendacji	39888,00	40594,36	40594,36	46674,78

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. Oczekiwanie 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 stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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

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

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA.

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

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Poland, Bakalland, BOŚ, Certyfikaty SRNFIZ, Erbud, Es-System, Kruk, Macrologic, Magellan, Mieszko, Neuca, Pemug, Polimex Mostostal, Solar, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Poland, Bakalland, BOŚ, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Neuca, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Solar, ZUE.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Alchemia, Ambra, BNP Paribas, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, Echo Investment, Elzab, Enea, Energoaparatúra, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Interagroclin Auto, Ipopema, Koelner, Kredyt Bank, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Orbis, Paged, PA Nova, Pekao, Pemug, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Prokom Software, PZU, Robyng, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Solar, Sygnity, Techmex, Unibep.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: BRE Bank Hipoteczny, Grupa o2, Solar.

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

DI BRE Banku S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej z PEKAO oraz umowę abonamentową z TP S.A.

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

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

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

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

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