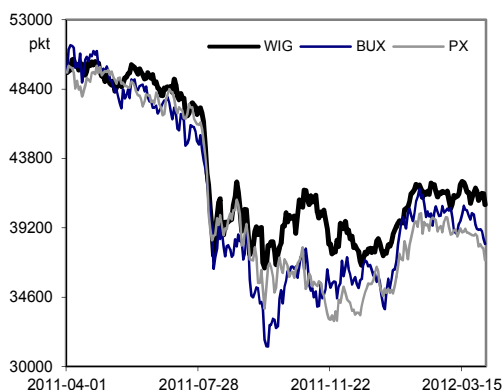




Rynek akcji Makroekonomia

WIG	40 754
Średnie P/E 2012	11,2
Średnie P/E 2013	10,4
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	850 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

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

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

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

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

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

Komentarz makroekonomiczny Makroekonomiści BRE Banku

Przegląd miesięczny Kwiecień 2012

Rynek akcji

Jeżeli dane makro z rynku amerykańskiego zaczną rozczarowywać inwestorów, jak ma to miejsce już w Europie, rynki wejdą w korektę. Prawdopodobieństwo takiego scenariusza oceniamy na 70%. Podkreślamy, że chodzi o korektę a nie zmianę trendu wzrostowego.

Ze spółek

Finanse. Wyceny w sektorze pozostają zróżnicowane. Naszym zdaniem niedowartościowane są walory Kruka (za potencjał wzrostu zysku netto w 2012), PZU i PKO BP (oba za oczekiwaną atrakcyjną stopę dywidendy). Z drugiej strony, uważamy za przewartościowane akcje Millennium, Pekao i Get Banku względem oczekiwanej w 2012 presji na rentowość kapitałów własnych.

Paliwa. Sprzyjające makro dla rafinerii powinno wspierać notowania Orlenu i Lotosu, tym bardziej, że wyniki za 1Q będą wsparte wysokimi przeszacowaniami zapasów i długu walutowego. Na tym tle PGNiG wygląda znacznie mniej atrakcyjnie.

Energetyka. Nadal sentyment do sektora znajduje się pod presją oczekiwań podaży akcji (Enea, zapowiadane debiuty Energi i PAK). W naszej opinii perspektywa bardzo dobrych wyników 1Q powinna jednak wspierać notowania PGE i Tauronu.

Media. Pierwszy kwartał to pewna poprawa sytuacji na rynku reklamowym w relacji do 4Q2011. Wciąż jednak sytuacja pozostaje bardzo trudna. Najatrakcyjniejszą wyceną w takim otoczeniu charakteryzuje się naszym zdaniem Agora.

Informatyczne. Wezwanie na akcje Sygnity będzie nadal oddziaływało stabilizująco na kurs tej spółki. Największy potencjał wzrostowy widzimy obecnie w akcjach Asseco Poland. Największym ryzykiem charakteryzują się obecnie akcje Action i Comarchu.

Górnictwo i metale. Po publikacji słabszych danych makro spółki surowcowe nadal będą w korekcie ostatnich wzrostów. Impuls wzrostowy dałyby lepsze niż oczekiwania dane z Chin lub dalsze luzowanie polityki monetarnej FED czy władz chińskich.

Przemysł. Nadal pozostajemy negatywni odnośnie kształtowania się kursów Astarty i Kernela. Największe szanse na wzrosty naszym zdaniem mają Rovese i Kęty. Spadek kursu Kopex w kwietniu może być okazją do okazyjnego kupna waloru.

Budownictwo. Marzec upłynął pod znakiem powrotu obaw o kondycję sektora (emisja w PBG). Wracamy do zalecenia sektorowego „przeważaj”. Najbardziej atrakcyjne i bezpieczne są małe i średnie spółki.

Deweloperzy. Dobre statystyki sprzedaży mieszkań za Q1 2012 są pozytywnym zaskoczeniem i usprawiedliwiają wzrost cen niektórych deweloperów na początku roku. Pomimo wzrostu kursów Echo Investment oraz P.A. Novej, wyceny tych spółek wciąż są atrakcyjne.

Handel. Wyceny detalistów wspierają bardzo dobre dane o miesięcznej sprzedaży ze spółek (LPP, NG2) i dane o sprzedaży detalicznej z GUS (Eurocash). Zapowiada się wynikowo bardzo dobry 1Q 2012.

Rekomendacje. W raporcie miesięcznym podwyższamy rekomendację dla PKO BP (Akumuluj), obniżamy zalecenie inwestycyjne dla spółek: Netia (Redukuj), Ulma CP (Trzymaj), ZA Puławy (Redukuj) oraz zawieszamy rekomendację dla spółek: GTC, LPP.

Spis treści

1. Rynek akcji	4
2. Makroekonomia	8
3. Aktualne rekomendacje DI BRE	11
4. Statystyki rekomendacji	12
5. Banki.....	13
5.1. Get Bank.....	15
5.2. Handlowy	17
5.3. ING BSK	19
5.4. Kredyt Bank	20
5.5. Millennium	21
5.6. Pekao	22
5.7. PKO BP	24
6. Ubezpieczyciele.....	27
6.1. PZU.....	28
7. Usługi finansowe.....	30
7.1. Kruk	30
8. Paliwa, chemia	33
8.1. Ciech	34
8.2. Lotos	36
8.3. PGNiG	37
8.4. PKN Orlen	39
8.5. Police.....	40
8.6. ZA Puławy	41
9. Energetyka	42
9.1. CEZ	43
9.2. Enea	44
9.3. PGE.....	45
9.4. Tauron	47
10. Telekomunikacja	49
10.1. Netia	49
10.2. TP SA	51
11. Media	52
11.1. Agora	53
11.2. Cinema City	54
11.3. Cyfrowy Polsat.....	55
11.4. TVN	57
12. IT	59
12.1. AB.....	59
12.2. Action.....	60
12.3. ASBIS	62
12.4. Asseco Poland	63
12.5. ComArch.....	65
12.6. Sygnity.....	66
13. Górnictwo i metale	68
13.1. JSW	68
13.2. KGHM	69
13.3. LW Bogdanka	71
14. Przemysł.....	72
14.1. Astarta	74
14.2. Boryszew	76
14.3. CEDC.....	77
14.4. Centrum Klima	78
14.5. Famur	79
14.6. Impexmetal	81
14.7. Kernel	82
14.8. Kęty.....	84
14.9. Kopex	85
14.10. Mondi	86
14.11. Rovese.....	87
15. Budownictwo	89
15.1. Budimex	92
15.2. Elektrobudowa	93
15.3. Erbud	94
15.4. Mostostal Warszawa	95
15.5. PBG	97
15.6. Polimex Mostostal	99
15.7. Rafako	101
15.8. Ulma Construcccion Polska	102

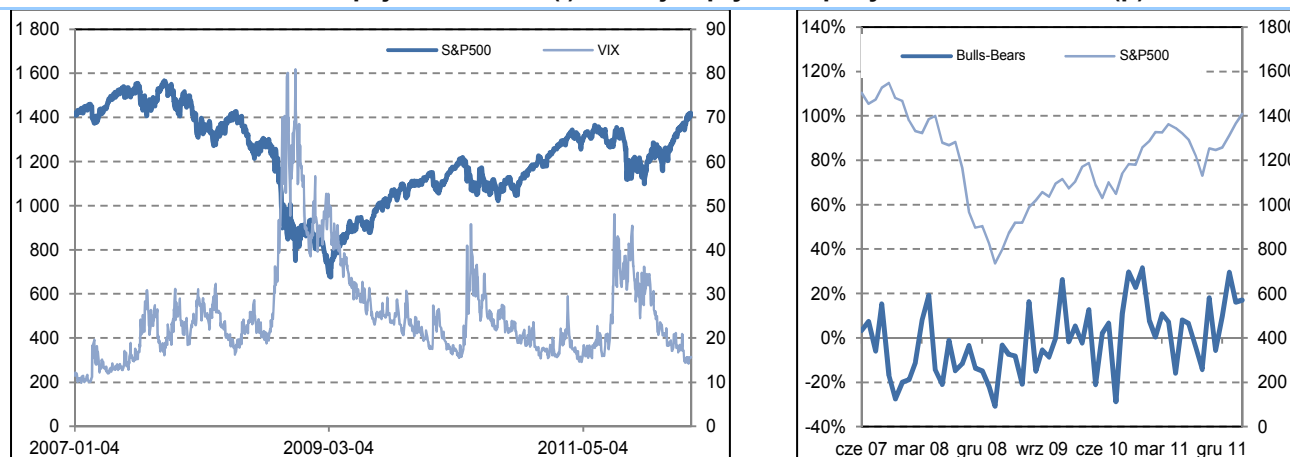


15.9.	Unibep	103
15.10.	ZUE.....	105
16.	Deweloperzy	106
16.1.	BBI Development	107
16.2.	Dom Development	108
16.3.	Echo Investment	109
16.4.	GTC	110
16.5.	J.W. Construction.....	111
16.6.	P.A. Nova.....	112
16.7.	Polnord	113
16.8.	Robyg	114
17.	Handel	116
17.1.	Eurocash	118
17.2.	LPP	119
17.3.	NFI Empik	120
17.4.	NG2	121
17.5.	Vistula	122

Rynek akcji

W minionym miesiącu uznaliśmy, że marzec ma być miesiącem, który powinien potwierdzić na danych makro pozytywny scenariusz na kolejne miesiące. Jeśli dane okażą się słabsze może to oznaczać zmianę strategii inwestycyjnej na bardziej defensywną. W przypadku USA publikowane dane były na ogół zgodne z oczekiwaniami, wyraźnie brakuje jednak już momentum pozytywnych zaskoczeń, które „pchało” rynki do góry. Coraz częściej komentatorzy powracają do tematu QE3, na co jednak FED na razie nie wykazuje zgody. W stosunku do naszych oczekiwań z początku roku, można ocenić, że USA pozostają nadal na ścieżce wzrostu (potwierdza to m.in. ISM), ale jest ona mniej stroma (m.in. wyhamowanie tempa wzrostu rynku nieruchomości). Poza USA sytuacja wygląda już dużo słabiej, ze szczególnym uwzględnieniem Strefy Euro. Oczekiwaliśmy, że ożywienie konsumpcji w USA przeniesie się na kondycję europejskiego przemysłu. Tu jednak mamy największe negatywne zaskoczenie miesiąca, tj. spadek PMI dla całej strefy do 47,7 punktów, ze wskazaniami recesyjnymi w takich krajach jak Francja (47,6) czy nawet Niemcy (48,1). Do tego dochodzą słabe „twarde” dane o nowych zamówieniach i bieżącej produkcji. Prawdopodobnie efekt recesji w krajach peryferyjnych (Włochy, Hiszpania) ma większy wpływ na „zdrowsze” gospodarki Strefy niż sytuacja w USA. Rentowności papierów dłużnych krajów peryferyjnych, po gwałtownym spadku w efekcie LTRO, obecnie znów powoli rosną. Również słabsze od oczekiwanych okazały się wskaźniki wyprzedzające w Japonii (Tankan -4 punkty) i Chinach (HSBC: 48,3 punktów). W bieżącym miesiącu ważnym wydarzeniem mogą być wybory we Francji. Jak na razie Sarkozy przegrywa w sondażach z centrolewicowym F. Hollande, kandydatem który zostałby słabo przyjęty przez inwestorów (możliwe, że również agencje ratingowe). Pierwsza tura wyborów przewidziana jest na 22 kwietnia, druga na 6 maja. Wskaźniki sentymentu inwestorów w USA są już na wysokich poziomach. Na koniec marca VIX dla opcji na S&P500 spadł do zaledwie 14 punktów, przewaga optymistów nad pesymistami sięga prawie 20 punktów procentowych. Pod tym względem rynek jest gotowy do większej korekty w USA, jeżeli dane makro z tego rynku zaczną rozczarowywać inwestorów. Prawdopodobieństwo takiego scenariusza oceniamy na 70%. Podkreślamy, że chodzi o korektę a nie zmianę trendu wzrostowego.

Indeks zmienności VIX dla opcji na S&P500 (I) i relacja optymizmu/pesymizmu dla S&P500 (p)

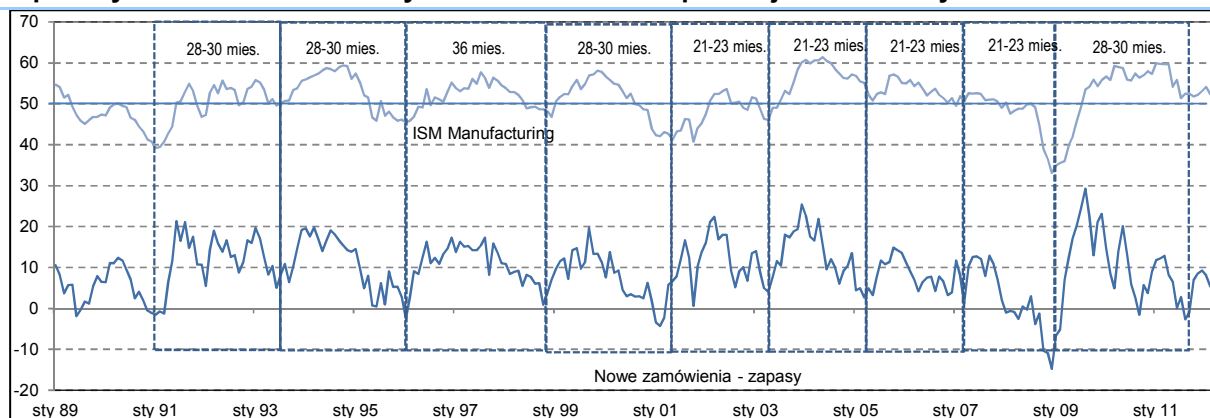


Źródło: Bloomberg

Czy USA tracą pozytywne momentum? Nie ale ożywienie jest słabsze.

W strategii na 2012 zakładaliśmy, że ISM wejdzie w cykl wzrostowy, który potrwa co najmniej do półroczna. Jak na razie wskaźnik utrzymuje się na poziomie ponad 50 punktów (wzrost w marcu do 53,4 z 52,4 w lutym), jednak dynamika jego wzrostu jest dużo słabsza niż można było oczekiwać. Przyszłej „siły” wskaźnika jak na razie nie potwierdza również różnica między nowymi zamówieniami (spadek do 54,5 z 54,9) a zapasami (wzrost z 49,5 do 50). Na obecną chwilę dane nie są jednak na tyle złe, żeby można było formułować tezę o końcu fazy ożywienia.

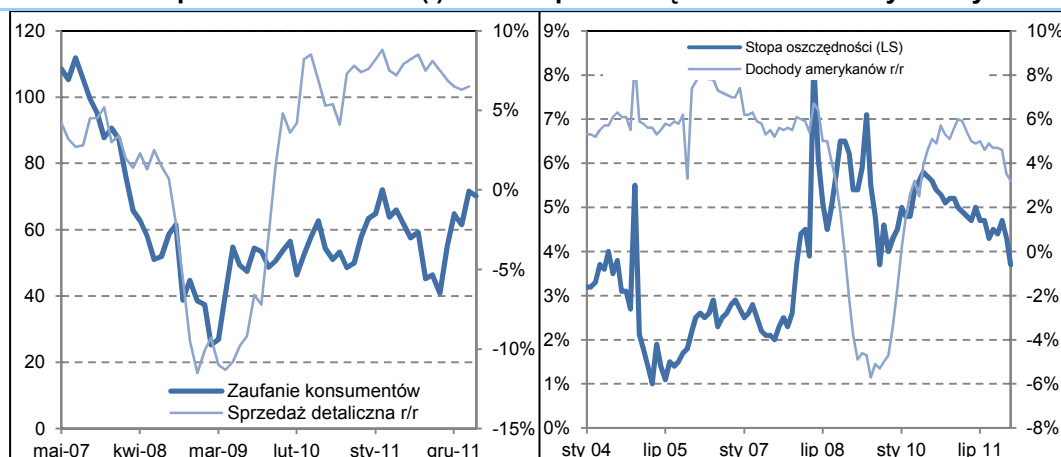
ISM w przemyśle USA i różnica nowych zamówień oraz zapasów jako składowych wskaźnika



Źródło: Bloomberg

W ocenie szefa FED gospodarka amerykańska rośnie wolniej niż można było tego oczekiwać, a lepsze dane z rynku pracy i konsumpcji zaciemniają faktyczny stan ekonomii. W 4Q2011 amerykańscy konsumenci po raz pierwszy od 3Q2008 zwiększyli zadłużenie. Potwierdzają to również bieżące dane (lut) dotyczące dynamiki wzrostu konsumpcji (0,8 m/m) i dochodów (0,2% m/m). W drugim przypadku coraz bardziej spadająca dynamika mimo poprawy na rynku pracy jest efektem tego, że nowe miejsca pracy dotyczą w większym stopniu usług (hotele, restauracje, zdrowie) – z natury słabiej płatnych niż w przemyśle. W dłuższej perspektywie może to oznaczać, że trwałe wejście na ścieżkę wysokiej konsumpcji opłacanej bieżącymi dochodami rozporządzalnymi będzie bardzo trudne. Stopa oszczędności gospodarstw amerykańskich w lutym wyniosła 3,7% i była najniższa od stycznia 2008.

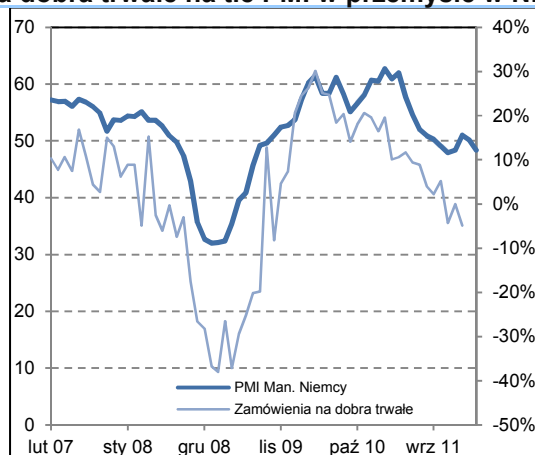
Zaufanie konsumentów i sprzedaż detaliczna (l) oraz stopa oszczędności i dochody amerykańców (p)



Źródło: Bloomberg

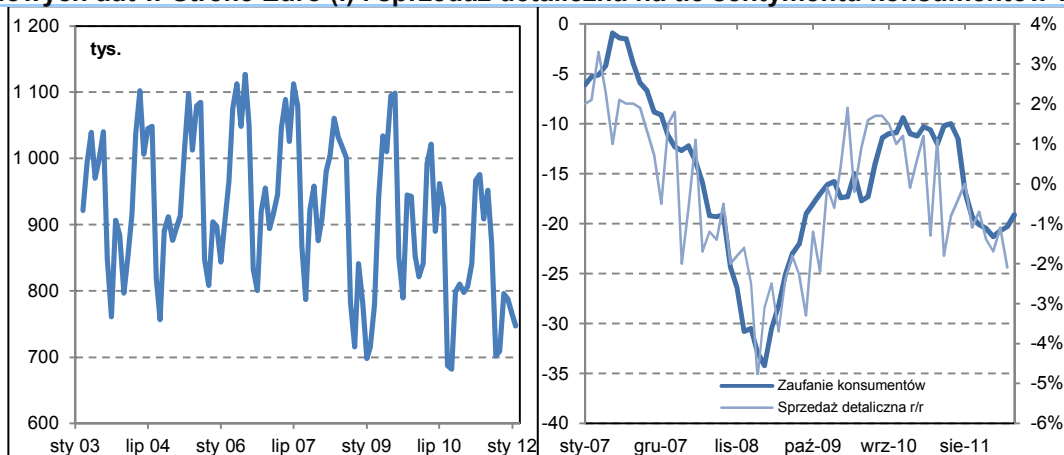
Strefa Euro nadal bez poprawy

Płynnościowe działania ECB (poprzez LTRO, SMP), zakończenie kolejnego etapu restrukturyzacji greckiego długu oraz zawarcie paktu fiskalnego chwilowo poprawiły nastroje inwestorów, jak na razie nie przełożyły się jednak w istotny sposób na realną gospodarkę. Dynamika podaży pieniądza jest nadal niska i wskazuje na dalsze spowolnienie ekonomii, co również potwierdzają wskaźniki wyprzedzające. Wbrew oczekiwaniom indeksy PMI kontynuowały spadki i utrzymują się poniżej 50 punktów praktycznie dla wszystkich krajów Strefy (bądź balansują na tym poziomie), już kolejny miesiąc. Ścieżka spadków różni się od tej obserwowanej w 2008 i wskazuje raczej na brak ożywienia niż głęboką recesję w kolejnych kwartałach. Taka sytuacja w krótkim okresie nie stanowi zagrożenia, w długim przy nadal wysokich deficytach budżetowych prognozowanych na ten rok, może oznaczać powrót do scenariusza negatywnego. Hiszpania ogłosiła, że nie spełni kryteriów niedawno podpisanego przez siebie paktu fiskalnego, zobowiązującego kraj do redukcji deficytu sektor finansów publicznych do 4,4% (proponuje 5,3%). Spowolnienie, oprócz PIIGS, dotyka również największe gospodarki tj. Francję i Niemcy. W drugim przypadku spadek PMI w przemyśle do 48,1 punktu i 5% ujemna dynamika zamówień na dobra trwałe z pewnością niekorzystnie przełoży się również na kondycję polskiej gospodarki w IIH2012.

Zamówienia na dobra trwałe na tle PMI w przemyśle w Niemczech

Źródło: Bloomberg

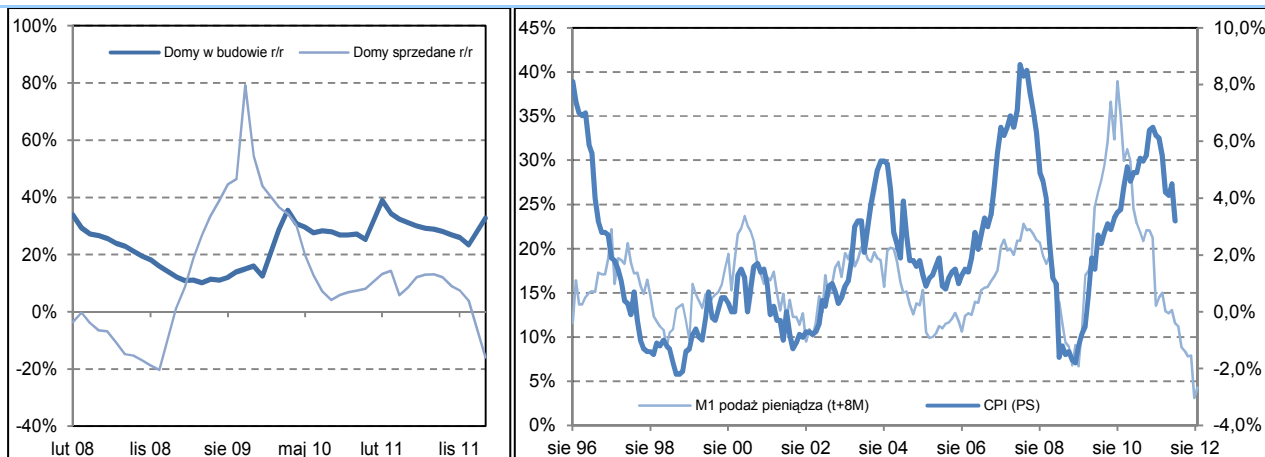
Słabość rynku lokalnego Strefy potwierdzają również dane o sprzedaży detalicznej, której dynamika spadła do -2% r/r - pomimo rosnącego zaufania konsumentów. Częściowo odpowiada za to pakiet oszczędności wprowadzany przez poszczególne kraje. Niską sprzedaż notują m.in. producenci nowych aut, co również może mieć istotne przełożenie na gospodarkę polską. Słaba sprzedaż powoduje, że europejskie firmy szukając oszczędności i broniąc się przed wysokimi cenami surowców nadal ograniczają zatrudnienie i inwestycje.

Sprzedaż nowych aut w Strefie Euro (l) i sprzedaż detaliczna na tle sentymentu konsumentów w Strefie (p)

Źródło: Bloomberg

Luzowanie monetarne z problemem rynku nieruchomości w tle

Dynamika wzrostu podaży pieniądza (M1) w Chinach obniżyła się do zaledwie 4% i jest najniższa od co najmniej 1996 roku. Chiny po raz pierwszy od wielu lat zanotowały deficyt w handlu zagranicznym. Inflacja CPI szybko się cofa i wynosi obecnie 3,7%. Z drugiej strony dane dotyczące dynamiki wzrostu liczby budowanych domów (33% r/r) są skrajnie różne niż dynamika sprzedaży, która w lutym spadła do -16% r/r. Prawdopodobieństwo, że władze Chin będą musiały zacząć stymulować gospodarkę, w ostatnich tygodniach istotnie rośnie. Taki scenariusz pozytywnie wpłynąłby na ceny spółek surowcowych, w tym szczególnie na JSW, która najbardziej odczuwa słabość chińskiego popytu na stal.

Dynamika wzrostu r/r liczby sprzedanych i budowanych domów w Chinach (I) i CPI na tle podaży pieniądza przesuniętej o 8M

Źródło: Bloomberg

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

Makroekonomia

Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna wzrosła w lutym o 13,7% w ujęciu rocznym (konsensus rynkowy 10%). Należy zauważyć, że znaczny wzrost sprzedaży detalicznej został odnotowany pomimo niekorzystnej bazy statystycznej z ubiegłego roku, którą można szacować na 2-3p.p. Spore niespodzianki wystąpiły praktycznie we wszystkich kategoriach, rozpoczynając od sprzedaży samochodów (+10% w ujęciu miesięcznym), poprzez ceny żywności (tylko -1,9% w ujęciu miesięcznym, co jest dynamiką znaczną, zwłaszcza po relatywnie niewielkim styczniowym spadku), kończąc na „pozostalej sprzedaży” (+17,2% - równie imponujące co sama sprzedaż żywności) oraz meblach, RTV i AGD (spadek tylko o 7,5% w ujęciu miesięcznym – po raz kolejny bardzo niewielki biorąc pod uwagę tendencje sezonowe). W ujęciu syntetycznym, agregat po wyłączeniu żywności i paliw (sprzedaż bazowa) nieznacznie spadł, zaś po wyłączeniu dodatkowo samochodów odnotował nawet niewielki wzrost. Sprzedaż przyspieszyła w ujęciu rocznym w 3 spośród 9 sekcji – to nie jest imponujący wynik, zwłaszcza że tak konstruowany indeks dyfuzji znajduje się od kilku miesięcy w trendzie spadkowym. Bardziej jednak od braku obniżenia dynamiki w poszczególnych sekcjach zadziwia nas wyjątkowo niskie tempo osuwania się tych dynamik z lokalnie utworzonych maksimów – to właśnie ten czynnik zaważył na wysokiej dynamice sprzedaży. To wszystko ma miejsce przy pogorszeniu optymizmu konsumentów i przy spadkach zatrudnienia. Są to czynniki, które powinny prowadzić do obniżenia oczekiwanego dochodu trwałego i tym samym do obniżenia konsumpcji. Niemniej jest to czynnik średniookresowy a obecnie sprzedaż i konsumpcja może być zaburzona przez wysokie odczyty bieżących płac (rekordowy styczeń i wcale nienajgorszy luty, wyłączając spadki w górnictwie). Biorąc pod uwagę procesy na rynku pracy oraz pesymizm konsumentów nie są to (nie powinny być) wzrosty generowane przez czynniki trwałe... Należy jednak pamiętać, że nawet z przejściowego dochodu krańcowa skłonność do konsumpcji nie jest zerowa, stąd wzrosty sprzedaży.

Produkcja przemysłowa

Produkcja przemysłowa spowolniła w lutym do 4,6% wobec 7,9% w styczniu. W ujęciu odsezonowanym produkcja była wyższa o 6% niż przed rokiem. Produkcji nie pomógł ani jeden dzień roboczy więcej w ujęciu rocznym, ani całkiem niezłe notowania wskaźników koniunktury GUS, ani niższa dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu (produkcja podawana jest w ujęciu realnym, a więc wielkość deflatora ma duże znaczenie, zwłaszcza jeśli zmienia się znacznie z miesiąca na miesiąc). Górą okazały się gorsze wskazania indeksu PMI, słabe dane o produkcji aut SAMAR oraz – prawdopodobnie – efekt temperaturowy, choć w tym przypadku bardzo trudny do ilościowej weryfikacji z uwagi na bardzo ubogą historię badania z nietypowymi odczytami temperatury w lutym. Liczba sekcji notujących wzrosty powoli spada (rośnie już tylko 26 z 34, choć jest to wynik równy osiągniętemu w końcu ubiegłego roku). Najwyższe wzrosty wciąż występują w sekcjach nakierowanych eksportowo (wyroby z metali – 14,8% r/r, chemia – 14,8%, maszyny i urządzenia – 9,4%), choć i tu widoczne są symptomy pewnej zadyszki (na przykład o 1,8% spada produkcja mebli). Przedsiębiorstwa wciąż korzystają ze słabego złotego (według badań NBP kurs grożący spadku konkurencyjności eksportu plasuje się dopiero w okolicach 3,60-70), choć prawdopodobnie ostatnie 2-3 miesiące były zawyżone, co widoczne jest także w danych dla gospodarki amerykańskiej. Symptomy stabilizacji (poprawy) koniunktury w gospodarce globalnej, w połączeniu z wciąż relatywnie słabym złotym powinny wspierać przetwórstwo przemysłowe. W chwili obecnej największym zagrożeniem jest jednak wyhamowanie projektów infrastrukturalnych, co ma miejsce już obecnie i nabierze na sile w połowie roku, oraz reakcja strony podażowej na spowolnienie konsumpcji. Uważamy, że splot tych czynników może prowadzić do ustabilizowania się wzrostów produkcji w przyszłych miesiącach w przedziale około 3-6%, co samo w sobie jest już wynikiem spójnym z opadającą trajektorią wzrostu PKB. Produkcja budowlano-montażowa wzrosła w lutym jedynie o 12% r/r (po wyłączeniu czynników sezonowych wzrost wyniósł 13,3% r/r) nieznacznie odbiegając od wzorca sezonowego. W ujęciu miesiąc do miesiąca produkcja budowlano-montażowa spadła o 5,5%. Najsilniej wzrosła produkcja w jednostkach specjalizujących się we wznoszeniu obiektów inżynierii lądowej i wodnej (27% r/r), co jest związane z kontynuacją realizacji projektów unijnych oraz w związku z EURO2012, choć skala wzrostu jest nieporównywalna do tej odnotowanej w poprzednim miesiącu. Produkcja w jednostkach zajmujących się robotami budowlanymi specjalistycznymi wzrosła o 16,8% r/r. Z kolei najmniej wzrosła produkcja w jednostkach zajmujących się wznoszeniem budynków, bo jedynie o 0,5% r/r. Spadek dynamiki we wszystkich obszarach produkcji budowlano-montażowej może być związany z efektem niskich temperatur w lutym, choć jest on nieweryfikowalny statystycznie. Dodatkowym czynnikiem, który się ujawnił to efekt bazy statystycznej. Ponadto w zakresie wznoszenia budynków oraz obiektów inżynierii lądowej i wodnej zadziałał efekt przyspieszonej realizacji inwestycji (w przypadku wznoszenia budynków prawdopodobnie jest to związane z obawami deweloperów o przyszłe negatywne skutki regulacji na popyt) ze stycznia. Silne obniżenie się dynamiki produkcji budowlanej nie świadczy o załamaniu tego sektora. Niemniej jednak

rozświetla wiele znaków zapytania – między innymi ten ogromny związany z popytem infrastrukturalnym, szczególnie jeśli miałby zgasnąć nieco szybciej niż w 2 połowie roku.

Rynek pracy

Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w lutym 2012 roku o 0,5% w ujęciu rocznym, po 0,9% w poprzednim miesiącu. W ujęciu miesięcznym zatrudnienie spadło o 0,1% - ubyło 8 tys. miejsc pracy. Odczyt okazał się zgodny z naszą prognozą i w dalszym ciągu spodziewamy się dalszego wyhamowania zatrudnienia w bieżącym roku jednak w skali znacznie mniejszej niż w 2009 roku; przekładając ten scenariusz na liczby oczekujemy miesięcznej dynamiki zatrudnienia średnio w przedziale (-0,2)-0,0%, co może sprawić, że roczna dynamika zatrudnienia prawdopodobnie w kilku miesiącach roku obniży się poniżej zera. W lutym w sektorze przedsiębiorstw wzrosły o 4,3% r/r wobec 8,1% wzrostu zanotowanego w styczniu 2011 roku. Taki skok w rocznej dynamice to prawdopodobnie efekt przesunięcia na styczeń części dodatkowych wypłat dla pracowników z tytułu premii i nagród rocznych w związku z podwyższeniem składki rentowej, która weszła w życie począwszy od wynagrodzeń za luty – uzasadnia to zarówno lutowy niższy odczyt, jak i styczniowe wybicie w górę. W kolejnych miesiącach dynamika płac powinna utrzymać się w trendzie ok. 4-5% r/r (odczyt za marzec może być również zaniżony poprzez wspomniany efekt przesunięcia premii na styczeń). Systematyczne, choć łagodne pogorszenie sytuacji na rynku pracy powinno skutecznie szachować wzrost płac, ale jednocześnie nie będzie indukowało znacznego spadku ich dynamiki.

Inflacja

W lutym inflacja wzrosła do 4,3% z 4,1% r/r zanotowanych w styczniu. Wynik ten (oraz miesięczny wzrost cen na poziomie 0,4%) okazał się zgodny z naszymi oczekiwaniami. Co istotne wskaźnik inflacji za styczeń nie został zrewidowany w dół, jak mogłoby wynikać z historycznego wzorca, kiedy rosnący dochód neutralizował zrealizowane w roku poprzednim wysokie wzrosty cen żywności i energii i skutkował spadkiem wag tychże kategorii w koszyku inflacyjnym. W roku 2011 wzrost dochodu do dyspozycji okazał się zaniedbywalny, a co za tym idzie nie zneutralizował efektów cenowych – w nowym koszyku wzrósł udział wydatków gospodarstw domowych w zakresie użytkowania mieszkania i nośników energii, żywności i napojów bezalkoholowych, a także zdrowia; obniżył się natomiast udział wydatków na restauracje i hotele, odzież i obuwie, mieszkanie i łączność. Zanotowany w lutym wzrost cen konsumenta w skali 0,4% m/m w znacznym stopniu wynikał ze wzrostu cen żywności, cen w kategorii rekreacja i kultura oraz cen wyrobów tytoniowych. Wskaźnik inflacji bazowej właśnie pod wpływem podwyżek akcyzy na tytoń (wzrost cen o ponad 3% w odpowiedniej kategorii) mógł wzrosnąć w lutym z 2,5% do 2,7%. Należy jednak podkreślić, że w pozostałych kategoriach, w tym kategorii użytkowanie mieszkania czy hotele i restauracje wzrost cen był zaniedbywalny i wprost sugerujący wygasanie efektów słabego złotego. W kolejnych miesiącach inflacja powinna obniżać się do poziomu poniżej 4% r/r. Bardziej widoczny powinien być również efekt umocnienia złotego prowadzący do szybszego spadku inflacji bazowej.

Rachunek obrotów bieżących

Deficyt w obrotach bieżących wyniósł w styczniu 1831 mln EUR wobec 1337 mln EUR w grudniu – obyło się bez widocznych rewizji. Rozbieżność z naszą prognozą (-1029 mln EUR) wynika przede wszystkim z rachunku handlowego, a w szczególności z oszacowania importu towarów, który na poziomie 12106 mln EUR okazał się nie tylko o kilkaset mln EUR wyższy od szacunków z modeli ekonometrycznych, ale także wykazał najwyższy przyrost pomiędzy grudniem od czasów prosperity 2006-2007 (nie ta dynamika PKB). Biorąc pod uwagę kondycję sprzedaży detalicznej (i hurtowej) w styczniu uważamy, że odczyt jest zagadkowy i nie możemy wykluczyć rewizji wraz z publikacją danych kwartalnych. Eksport, na poziomie 11276 mln EUR, okazał się natomiast bliski naszych szacunków (i nie widzimy żadnych anomalii). W danych uśrednionych widać początek tendencji widocznych w czasie spowolnienia, czyli efekt poprawy bilansu handlowego (co będzie widoczne w danych o PKB o eksporcie netto). Nie uważamy, że pojedynczy wyższy szacunek importu zmienia nasz pogląd odnośnie zawężania się deficytu na rachunku handlowym. Przechodząc do salda usług, w tym przypadku również widać nagłe przyspieszenie importu usług, choć w mniejszej skali niż w przypadku salda obrotów towarowych. W zakresie salda dochodów nie widzimy niespodzianek i rozszerzenie deficytu z -884 mln EUR do -1070 mln EUR (wynikające z wyższych płatności odsetkowych) jest zgodne z naszymi oczekiwaniami. To samo dotyczy salda transferów bieżących, gdzie deficyt wynika z wyższej zrealizowanej płatności na rzecz UE. Po stronie finansowania już drugi miesiąc z rzędu mamy do czynienia z ujemnymi inwestycjami bezpośrednimi w Polsce (-324 mln EUR wobec -131 mln EUR poprzednio), które były jednak z nawiązką równoważone przez zakupy papierów dłużnych przez cudzoziemców (1635 mln EUR wobec 273 mln EUR poprzednio). Wydaje nam się, że pojawia się znów problem na rachunku błędów i opuszczeń (być może skoryguje się po publikacji danych kwartalnych), który w dwóch kolejnych miesiącach wynosi prawie 100% deficytu rachunku obrotów bieżących. Wydaje nam się, że gdyby nie dodatkowa płynność dostarczona w ramach operacji płynnościowych i skupienie inwestorów na krótkim terminie, problemy te byłyby już

kontestowane i prawdopodobnie poziomy kursu EURPLN w okolicach 4,10 nie miałyby uzasadnienia.

Deficyt budżetowy

Deficyt budżetu państwa po marcu wyniósł ok. 20 mld zł, co stanowiło ponad 57% planowanego deficytu na 2012r. (35 mld zł). Miesiąc temu szacowaliśmy, że deficyt wyniesie 21-23 mld zł. W samym miesiącu marcu deficyt wyniósł ponad 3,6 mld zł. W analogicznym okresie roku ubiegłego deficyt wynosił wówczas 17,5 mld zł, co stanowiło 43,5% planowanego deficytu na 2011r. (40,2 mld zł). Poziom wolnych środków na rachunkach Ministerstwa Finansów wyniósł prawdopodobnie nie więcej niż 33 mld zł, czyli o co najmniej 7 mld zł mniej niż miesiąc wcześniej. Ponad 50% potrzeb pożyczkowych budżetu państwa zostało już sfinansowane. Na deficyt 20 mld zł złożyły się dochody w wysokości 66 mld zł oraz wydatki na poziomie 86 mld zł. Roczna dynamika dochodów wyniosła 5,5% wobec 10,4% w lutym, z kolei dynamika wydatków wyniosła 7,4% wobec 11,2% w poprzednim miesiącu. Do analogicznego okresu poprzedniego roku dochody były wyższe o 3,5 mld zł, a wydatki 5,9 mld zł. Na te informacje należy spojrzeć z pewną rezerwą, gdyż mają one bardzo wstępny charakter i na pewno nie obejmują pełnego miesiąca sprawozdawczego. Przede wszystkim spodziewamy się rewizji dochodów w górę. W kolejnych miesiącach spodziewamy się dalszego wzrostu deficytu, ale już w nieco wolniejszym tempie. W III kwartale z kolei powinna nastąpić stabilizacja deficytu, co powinno przełożyć się na wyhamowanie wzrostu wskaźnika wykonania jego planu. Pod koniec roku należy spodziewać się ponownego przyspieszenia stopnia realizacji deficytu. Na obecną chwilę nie ma zagrożenia wykonania deficytu, choć jego realizacja nie będzie w tym roku taka prosta jak w poprzednim. Wynika to z oczekiwanego spowolnienia wzrostu PKB, które powinno się zmaterializować w II połowie roku. Spowolnienie będzie oddziaływać zarówno na stronę wydatkową jak i dochodową. Presja po stronie wydatkowej może pojawić się w związku pogorszeniem się sytuacji na rynku pracy towarzyszącej spowolnieniu. Z kolei po stronie dochodowej wpływy z tytułu podatku VAT mogą być niższe w reakcji na spadek konsumpcji. Państwowy dług publiczny wg wstępnych informacji (jeszcze czekamy tylko na ostateczne dane o PKB) wyniósł 53,5% PKB, a nominalnie wyniósł 815,3 mld zł (nasza prognoza z końca zeszłego roku to odpowiednio 53,7% PKB i 814,8 mld zł). Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych wyniósł 56,4% PKB (metodologia unijna). Tak duża różnica pomiędzy metodologią krajową a unijną wynika z zadłużenia Krajowego Funduszu Drogowego, które jest wliczane do sektora finansów w metodologii unijnej i prawdopodobnie wyniosło ono ok. 35 mld zł.



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										
GET BANK	Redukuj	2012-03-21	1,98	1,85	1,95	-5,1%	10,5	10,4		
HANDLOWY	Trzy maj	2012-01-19	73,95	72,00	78,30	-8,0%	14,1	13,1		
ING BSK	Trzy maj	2012-01-19	80,70	80,00	84,95	-5,8%	12,9	11,7		
KREDYT BANK	Zawieszona	2012-02-28	11,96	-	13,86	-	-	-		
MILLENNIUM	Sprzedaj	2012-03-05	4,34	3,30	4,23	-22,0%	13,7	11,3		
PEKAO	Redukuj	2012-01-19	145,90	135,00	145,50	-7,2%	13,9	13,0		
PKO BP	Akumuluj	2012-04-05	33,00	35,00	33,00	6,1%	12,2	11,0		
Ubezpieczyciele										
PZU	Akumuluj	2012-01-23	327,00	345,00	321,00	7,5%	11,8	11,1		
Usługi finansowe										
KRUK	Kupuj	2012-03-29	50,90	59,40	48,60	22,2%	10,0	8,8		
Paliwa, Chemia										
CIECH	Kupuj	2012-01-16	17,35	21,50	16,40	31,1%	44,1	12,1	5,0	4,8
LOTOS	Redukuj	2012-03-05	26,84	21,60	28,89	-25,2%	5,7	8,9	6,7	8,4
PGNIG	Redukuj	2012-01-16	4,04	3,69	4,12	-10,4%	22,8	25,1	10,3	8,2
PKN ORLEN	Trzy maj	2011-11-17	39,25	39,00	37,31	4,5%	5,0	13,3	4,7	6,2
POLICE	Trzy maj	2012-01-16	9,62	10,00	10,60	-5,7%	3,3	10,4	2,9	6,0
ZA PULAWY	Redukuj	2012-04-05	102,00	85,54	102,00	-16,1%	11,0	10,8	6,0	5,6
Energetyka										
CEZ	Redukuj	2012-01-05	140,00	124,90	132,50	-5,7%	10,4	9,6	6,8	6,8
ENEA	Akumuluj	2011-11-04	17,77	21,24	16,73	27,0%	9,2	8,3	3,2	3,3
PGE	Kupuj	2012-03-05	19,80	23,07	19,15	20,5%	6,2	8,0	4,2	4,2
TAURON	Kupuj	2012-01-02	5,35	7,44	5,04	47,6%	7,2	6,5	4,3	3,9
Telekomunikacja										
NETIA	Redukuj	2012-04-05	6,35	5,70	6,35	-10,2%	62,3	19,8	7,6	4,9
TPSA	Trzy maj	2012-01-23	17,90	17,40	16,80	3,6%	12,6	18,7	4,2	4,8
Media										
AGORA	Kupuj	2012-01-23	10,66	15,30	11,96	27,9%	14,4	20,1	3,5	3,7
CINEMA CITY	Trzy maj	2012-03-05	32,00	33,50	31,20	7,4%	16,8	13,3	8,4	6,8
CYFROWY POLSAT	Trzy maj	2011-10-13	15,35	14,80	13,80	7,2%	32,3	12,0	9,7	7,8
TVN	Trzy maj	2011-12-05	10,13	10,30	10,53	-2,2%	-	12,2	9,3	8,2
IT										
AB	Trzy maj	2012-03-05	21,72	22,50	21,20	6,1%	8,5	7,9	6,9	6,3
ACTION	Redukuj	2012-03-05	23,25	18,10	22,14	-18,2%	8,4	9,9	6,5	6,9
ASBIS	Trzy maj	2012-03-05	2,80	2,60	2,50	4,0%	8,1	8,4	4,1	4,9
ASSECO POLAND	Kupuj	2011-05-27	49,60	65,00	49,31	31,8%	9,5	9,1	5,7	5,4
COMARCH	Redukuj	2011-10-13	50,25	45,90	64,40	-28,7%	13,8	16,2	5,9	7,2
SYGNITY	Trzy maj	2012-03-05	21,76	23,00	23,20	-0,9%	33,7	16,1	12,7	6,6
Górnictwo i Metale										
JSW	Kupuj	2012-01-23	99,00	127,00	96,80	31,2%	6,6	5,5	2,7	2,1
KGHM	Trzy maj	2012-03-05	151,40	151,50	141,00	7,4%	2,6	7,0	1,5	2,6
LW BOGDANKA	Trzy maj	2012-03-05	127,80	132,00	127,00	3,9%	21,7	14,2	9,9	6,1
Przemysł										
ASTARTA	Redukuj	2012-03-01	66,00	56,1	60,50	-7,3%	3,8	4,5	4,7	5,0
BORYSZEW	Redukuj	2012-03-05	0,82	0,65	0,72	-9,7%	11,2	17,9	7,7	8,7
CEDC	Trzy maj	2012-01-23	13,10	13,8	14,95	-7,7%	-	27,6	-	11,5
CENTRUM KLIMA	Kupuj	2011-11-15	9,65	15,0	11,40	31,6%	11,3	9,7	7,3	6,1
FAMUR	Trzy maj	2012-03-05	3,66	3,6	3,67	-1,9%	18,6	12,8	7,5	6,6
IMPEXMETAL	Kupuj	2012-01-19	3,46	5,7	4,34	31,3%	8,1	10,8	6,2	6,9
KERNEL	Redukuj	2012-01-10	71,00	61,1	69,25	-11,8%	6,7	5,9	5,6	4,5
KĘTY	Akumuluj	2012-03-05	123,40	136,7	117,30	16,5%	10,5	9,7	6,2	6,1
KOPEX	Trzy maj	2012-03-05	23,10	22,6	22,37	1,0%	10,8	10,5	8,3	6,5
MONDI	Sprzedaj	2012-04-05	71,50	74,4	71,50	4,1%	8,9	10,5	6,0	7,2
ROVESE	Akumuluj	2012-03-05	5,38	6,0	4,37	37,3%	14,2	10,4	7,1	5,9
Budownictwo										
BUDIMEX	Akumuluj	2012-02-27	87,80	98,10	85,00	15,4%	8,3	9,2	1,7	4,1
ELEKTROBUDOWA	Trzy maj	2012-03-05	116,00	112,40	109,90	2,3%	13,2	11,4	7,6	7,2
ERBUD	Kupuj	2012-01-26	17,25	24,00	17,36	38,2%	-	8,1	-	4,9
MOSTOSTAL WAR.	Kupuj	2012-01-26	18,72	27,20	15,80	72,2%	-	8,2	-	2,9
PBG	Kupuj	2012-03-12	52,10	67,40	36,20	86,2%	2,5	8,1	6,5	7,6
POLIMEX MOSTOSTAL	Akumuluj	2012-03-05	1,74	2,01	1,27	58,3%	6,3	6,4	5,2	5,0
RAFAKO	Trzy maj	2012-03-05	10,60	11,00	9,45	16,4%	11,3	10,1	8,0	6,2
TRAKCJA TILTRA	Zawieszona	2011-12-19	1,10	-	1,05	-	-	-	-	-
ULMA CP	Trzy maj	2012-04-05	67,50	69,30	67,50	2,7%	7,2	12,3	3,1	3,7
UNIBEP	Kupuj	2012-01-23	6,04	7,00	5,60	25,0%	9,0	7,1	5,9	6,4
ZUE	Kupuj	2012-01-26	7,33	9,20	7,65	20,3%	7,9	8,5	5,7	4,3
Deweloperzy										
BBi DEVELOPMENT	Trzy maj	2012-01-23	0,32	0,34	0,34	0,0%	12,5	371,6	14,9	32,8
DOM DEVELOPMENT	Trzy maj	2012-01-23	29,50	31,40	35,55	-11,7%	12,4	10,2	10,1	8,3
ECHO	Kupuj	2012-01-24	3,75	4,70	4,18	12,4%	10,7	6,7	6,8	10,1
GTC	Zawieszona	2012-04-05	6,28	-	6,28	-	-	-	-	-
J.W.C.	Redukuj	2012-01-23	7,15	6,10	5,82	4,8%	11,3	11,2	11,6	13,8
PA NOVA	Kupuj	2012-01-23	19,23	25,80	23,30	10,7%	12,0	13,0	11,5	15,0
POLNORD	Trzy maj	2012-01-23	15,10	15,70	14,79	6,2%	5,7	6,1	10,9	18,3
ROBYG	Trzy maj	2012-03-05	1,46	1,43	1,57	-8,9%	11,5	9,6	45,4	9,3
Handel										
EUROCASH	Trzy maj	2012-03-05	34,40	34,70	35,80	-3,1%	36,5	20,5	23,2	12,3
LPP	Zawieszona	2012-04-05	2 950,00	-	2 950,00	-	-	-	-	-
NFI EMF	Trzy maj	2011-12-29	8,34	8,80	9,59	-8,2%	12,5	19,2	5,7	6,2
NG2	Kupuj	2011-12-29	46,50	54,00	56,80	-4,9%	17,6	15,2	13,1	10,8
VISTULA	Trzy maj	2011-11-21	0,86	0,90	1,09	-17,4%	-	17,7	9,6	8,0

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
GET BANK	Redukuj	Redukuj	1,85	2012-03-21
KRUK	Kupuj	Akumuluj	59,40	2012-03-29
MONDI	Sprzedaj	Zawieszona	74,40	2012-04-05
PBG	Kupuj	Trzymaj	67,40	2012-03-12

Zamiany rekomendacji w Przeglądzie Miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
GTC	Zawieszona	Trzymaj	9,40	2012-04-05
LPP	Zawieszona	Kupuj	2300,00	2012-04-05
NETIA	Redukuj	Trzymaj	5,70	2012-04-05
PKO BP	Akumuluj	Trzymaj	35,00	2012-04-05
ULMA CP	Trzymaj	Akumuluj	69,30	2012-04-05
ZA PUŁAWY	Redukuj	Trzymaj	85,54	2012-04-05

Statystyka rekomendacji

Wszystkie						Dla emitentów związanych z DI BRE Bankiem S.A.				
Statystyka	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
liczba	3	14	25	8	16	3	6	6	4	10
procent	4,5%	21,2%	37,9%	12,1%	24,2%	10,3%	20,7%	20,7%	13,8%	34,5%

Banki

Kompromis w sprawie obniżki *interchange* bliski

W NBP odbyło się spotkanie dotyczące opłaty *interchange*. Według Adama Tochmańskiego, Dyrektora departamentu systemu płatniczego NBP, kompromis odnośnie obniżki opłaty jest bliski do osiągnięcia. Zgodnie z rekomendacją banki do końca 2012 (lub najpóźniej na początku 2013) miały obniżyć opłatę *interchange* do 1,1% dla kart debetowych i do 1,2% dla kart kredytowych. Byłaby to obniżka bezwarunkowa. W trzech kolejnych latach (2014-2016) obniżki wyniosłyby po 0,1p.p. rocznie i miałyby charakter warunkowy. Docelowo w styczniu 2017 stawki powinny zejść do poziomu średniej unijnej, czyli ok. 0,7% dla kart debetowych oraz do ok. 0,84% dla kart kredytowych i obciążeniowych. Powyższa informacja jest zagrożeniem dla wyniku prowizyjnego oraz rentowości banków w 2013. W naszej opinii banki, które mogą najbardziej ucierpieć na tej zmianie to ING BSK, Millennium oraz Handlowy.

Wyniki sektora za luty

NBP opublikował miesięczne wyniki sektora bankowego za luty 2012. Zysk netto wyniósł 1,3 mld PLN i chociaż okazał się o 42% większy niż w lutym 2011, był o 9% niższy niż miesiąc wcześniej. Powodem wzrostu wyniku R/R jest nadal przyrastający o 13% wynik odsetkowy oraz spadające saldo rezerw o 28%. Z drugiej strony, za spadkiem wyniku M/M odpowiada niższy o 9% wynik odsetkowy oraz spadek wyniku prowizyjnego o 8%, co najprawdopodobniej można częściowo wytłumaczyć krótszym o jeden dzień lutym względem stycznia. W okresie styczeń-luty sektor zarobił 2,8 mld PLN, czyli o 37% więcej niż rok wcześniej.

Lutowe statystyki sektora bankowego dla depozytów i kredytów

NBP podał statystyki dla sald depozytów i kredytów dla sektora bankowego za luty 2012. Depozyty ogółem wzrosły o 1,6% M/M (0,4% YTD, 11,1% R/R) z powodu znacznego przyrostu depozytów niemonetarnych instytucji finansowych, 11% M/M (7,8% YTD, 1,9% R/R). Oszczędności korporacyjne spadły o 0,4% M/M (-7,4% YTD, 12,3% R/R), podczas gdy depozyty detaliczne wzrosły o 0,3% M/M (2,0% YTD, 13,1% R/R).

Kredyty ogółem odnotowały spadek o 0,5% M/M (-1,3% YTD, 12,0% R/R) i było to związane ze spadkiem zarówno sald kredytów detalicznych jak i korporacyjnych. Kredyty korporacyjne spadły o 0,2% M/M (0,4% YTD, 15,3% R/R oraz 13,3% R/R po skorygowaniu o efekt walutowy) z powodu mniejszego salda kredytów walutowych. W ramach kredytów detalicznych, saldo kredytów nie-mieszkaniowych zmniejszyło się o 0,2% M/M (-1,4% YTD, 1,7% R/R oraz 1,2% R/R po skorygowaniu o efekt walutowy), podczas gdy kredyty hipoteczne spadły o 0,9% M/M (-2,8% YTD, 15,6% R/R oraz 10,0% R/R po wyeliminowaniu efektu walutowego). Chociaż złotowe kredyty mieszkaniowe nadal przyrastają, 0,9% M/M, kredyty walutowe spadły o 2,2% M/M, co w większości można wytłumaczyć umocnieniem się PLN względem CHF i EUR o 2,1% M/M. Z powodu spadku kredytów i wzrostu depozytów, wskaźnik kredyty/depozytów poprawił się o 2,2p.p. do 103,6%.

Lutowe statystyki odnośnie jakości kredytów w sektorze

Udział kredytów z utratą wartości wzrósł w lutym 2012 o 10p.b. M/M do 8,3%. Jakość portfela kredytów korporacyjnych pozostała na stabilnym poziomie M/M 11,6%, podczas gdy jakość segmentu detalicznego pogorszyła się o 16p.b. M/M do 7,7%. Chociaż jakość kredytów hipotecznych nadal się delikatnie pogarsza (+4p.b. M/M do 2,5%), znacznie gorzej zachowuje się segment kredytów detalicznych, w którym udział kredytów z utratą wartości wzrósł aż o 28p.b. M/M do 15,3%.

Wyniki sektora bankowego za styczeń

KNF podał miesięczne wyniki sektora bankowego za styczeń. Zysk netto krajowych banków komercyjnych działających z oddziałami zagranicznymi wyniósł 1 262 mln PLN i wzrósł o 26% R/R oraz 19% M/M. W porównaniu do grudnia 2011, wynik na działalności bankowej spadł o 4% (z powodu słabego wyniku prowizyjnego, -24% M/M), koszty operacyjne sezonowo spadły o 6%, a saldo rezerw wzrosło o 6%. Powodem poprawy M/M jest wynik na pozostałej działalności operacyjnej netto, który poprawił się o 334 mln PLN do 53 mln PLN.

MF chce wprowadzić podatek bankowy w tym roku

Minister Finansów, Jacek Rostowski, powiedział, że MF planuje wprowadzić podatek bankowy w 2012. Naszym zdaniem, jest to informacja neutralna, ponieważ już wielokrotnie zapowiadana przez Ministerstwo. Fakt uchwalenia nowelizacji ustawy o BFG, która wprowadza opłatę ostrożnościową (czyli tzw. podatek bankowy), będzie przyjęta w 2012 nie oznacza, że banki będą już w 2012 obciążone dodatkowymi kosztami. Najprawdopodobniej opłata zaczęłaby obowiązywać od 2013.

UOKiK zgodził się na przejęcie TU Europy przez Talanx i Meiji Yasuda

Getin Holding poinformował, że UOKiK wyraził zgodę na przejęcie TU Europy przez Talanx

International i Meiji Yasuda. Spełnił się tym samym jeden z warunków zawieszających wynikający z umowy zawartej 14 grudnia 2011 pomiędzy Getin Holding a Talanx oraz Meiji Yasuda, dotyczącej sprzedaży 4.725.001 akcji TU Europa stanowiących 50% TU Europa plus jedna akcja tej spółki. Spółki nadal czekają na wymagane decyzje KNF, w tym o braku sprzeciwu.

Getin Holding kupił 37% w Idea Banku od Noble Banku za 198,5 mln PLN

Getin Holding poinformował, że nabył 37,05% udziałów w Idea Banku od Getin Noble Banku za 198,5 mln PLN. W konsekwencji Getin Holding posiada 100% udziałów w spółce. Cena nabycia akcji będzie płatna jednorazowo w terminie do 28 lutego 2013. Bazując na danych na koniec 2011, cena przełożyła się na wskaźnik P/BV na poziomie 1,37x.

Idea Bank kupuje Tax Care za 260 mln PLN

Idea Bank, spółka zależna Getin Holdingu w 100%, zawarła warunkową umowę kupna 444 tys. akcji Tax Care (74,5% udziałów w kapitale) za łącznie 260 mln PLN. Powyższa umowa zależy m.in. od wpisania do rejestru przedsiębiorców KRS podwyższenia kapitału Idea Banku o 12,0 mln akcji serii I. Transakcja implikuje wskaźnik 2011 P/E na poziomie 13,2x.

Idea Bank docelowo chce mieć 100% w Tax Care

Prezes Idea Bank, Jarosław Augustyniak, poinformował, że jeszcze w tym roku Idea Bank chce przejąć 100% udziałów w Tax Care. Ma nadzieję, że do końca czerwca 2012 nastąpi podniesienie kapitału w Idea Banku, co pozwoli na wystąpienie do KNF o zgodę na przejęcie Tax Care. Obecnie Tax Care ma ok. 8 tys. klientów abonentowych i pozyskuje ok. 800 nowych miesięcznie. Docelowo ma pozyskiwać ok. 1 tys. nowych klientów miesięcznie. Augustyniak dodał, że 15% przychodów w Tax Care jest generowane przez Idea Bank, a pozostałe 85% to przychody zewnętrzne. Zysk netto Tax Care za 2011 wyniósł 26,4 mln PLN przy przychodach na poziomie 96 mln PLN.

KNF chce aby Talanx, Raiffeisen International i Raiffeisen Bank Polska były notowane na GPW

Przewodniczący KNF, Andrzej Jakubiak, poinformował, że KNF chce by zarówno firma ubezpieczeniowa Talanx, jak i Raiffeisen Bank International i Raiffeisen Bank Polska były notowane na GPW. Ma być to jeden z warunków zgody KNF na przejęcie aktywów w Polsce.

Alior Bank planuje IPO

Parkiet poinformował, że Alior Bank planuje debiut na GPW. Doradcami w tym procesie zostali: JP Morgan, Morgan Stanley i Barclays Capital. W 2011 bank wygenerował zysk na poziomie 151 mln PLN, a jego suma bilansowa wzrosła o 67% R/R do 15,4 mld PLN. Bank potrzebuje kapitału na dalszy rozwój. Współczynnik wypłacalności na koniec 2011 wyniósł 10,0% względem 15,7% rok wcześniej.



Get Bank (Redukuj)

Cena bieżąca: 1,95 PLN

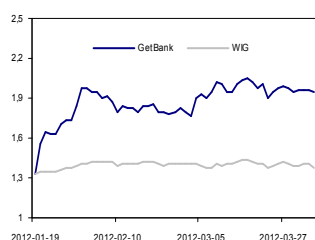
Cena docelowa: 1,85 PLN

Analityk: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2012-03-21

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkow y	1 081,0	1 394,0	29,0%	1 581,7	13,5%	1 669,2	5,5%	Liczba akcji (mIn)	2 245,5
Marża odsetkow a	2,8%	2,8%		2,9%		2,9%		MC (cena bieżąca)	4 378,8
WNDB	2 280,8	2 469,4	8,3%	2 468,7	0,0%	2 592,6	5,0%	Free float	46,9%
Wynik operacyjny*	1 382,4	2 129,2	54,0%	1 670,1	-21,6%	1 636,6	-2,0%		
Zysk brutto	306,4	902,5	194,5%	568,8	-37,0%	609,5	7,2%		
Zysk netto	288,7	736,5	155,1%	452,0	-38,6%	493,9	9,3%		
ROE	9,3%	20,2%		10,0%		9,3%		Zmiana ceny: 1m	2,6%
P/E	15,2	5,9		11,3		10,4		Zmiana ceny: 6m	
P/BV	1,3	1,1		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	2,1
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	1,3

* przed kosztami rezerw



Dostrzegamy ryzyko, że w 2012 rentowość Getin Noble Banku będzie ponownie w znacznej części opierać się o transakcje o charakterze jednorazowym (sprzedaż udziałów w Idea Banku, sprzedaż kredytów z utratą wartości). Nasza prognoza zysku netto na 2012 w wysokości 467 mln PLN w 22% składa się z zysków z transakcji niepowtarzalnych. W naszej opinii, rentowość podstawowej działalności operacyjnej Getin Noble Banku poprawia się zbyt wolno (+16% R/R) aby usprawiedliwić obecną wycenę na skorygowanym wskaźniku 2012 P/E na poziomie 13,5x. W końcu sądzimy, że fakt przeprowadzania kolejnych emisji długu podporządkowanego dowodzi, że Zarząd banku dostrzega ryzyko nieodbudowania bazy kapitałowej przez zyski generowane na bieżąco. W konsekwencji, podtrzymujemy rekomendację Redukuj i 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 1,85 PLN.

Getin Noble Bank sprzedał 652 mln PLN kredytów z utratą wartości

Kredyt Inkaso poinformował, że podpisał dwie umowy zakupu portfeli konsumenckich kredytów z utratą wartości od Getin Noble Banku. W sumie, nominalna wartość portfeli wyniosła 652 mln PLN, a cena zakupu 63,6 mln PLN, czyli 9,8% nominalu. Subiektywnie zakładając, że średni poziom wyrezerwowania sprzedanych kredytów w Getin Noble Bank wynosił 94% (względem 80,5% średniego poziomu wyrezerwowania wszystkich konsumenckich kredytów z utratą wartości jakie bank posiadał na koniec 2011), przekłada się na zysk brutto na transakcji w wysokości 24,5 mln PLN poprzez rozwiązanie nadwyżkowych rezerw (3,8% nominalu). Ponieważ zwyczajowo transakcja sprzedaży kredytów z utratą wartości niesie ze sobą znacznie wyższą niż statutową efektywną stawkę podatkową, szacujemy, że przy 30% stawce podatku zysk netto mógłby wynieść 17,2 mln PLN. Powyższa transakcja jest uwzględniona w naszych prognozach dla Getin Noble Banku.

Getin Noble Bank planuje kolejne transakcje sprzedaży wierzytelności

Prezes Getin Noble Banku zapowiedział, że spółka planuje w 2Q i 3Q 2012 sprzedaż kolejnych portfeli wierzytelności o wartości kilkaset milionów złotych. Będą to zarówno wierzytelności detaliczne (najprawdopodobniej samochodowe) jak i korporacyjne, ale ich wartość będzie mniejsza niż ostatniej transakcji (652 mln PLN). Ponieważ nie znamy żadnych szczegółów powyższych transakcji, nie uwzględniamy ich w naszych prognozach dla Getin Noble Banku.

Getin Noble Bank sprzedał swój udział w Idea Banku za 198,5 mln PLN

Getin Holding poinformował, że nabył 37,05% udziałów w Idea Banku od Getin Noble Banku za 198,5 mln PLN. W konsekwencji Getin Holding posiada 100% udziałów w spółce. Cena nabycia akcji będzie płatna jednorazowo w terminie do 28 lutego 2013. Bazując na danych na koniec 2011, cena sprzedaży przełożyła się na wskaźnik P/BV na poziomie 1,37x. Szacujemy, że zysk netto z transakcji sprzedaży wyniesie ok. 90 mln PLN, przy zysku brutto z transakcji na poziomie ok. 105 mln PLN. Zwracamy uwagę, że transakcja sprzedaży będzie miała również pozytywny wpływ na współczynnik wypłacalności Getin Noble Banku. Po pierwsze wartość wygenerowanego zysku z transakcji zwiększy kapitał banku (Tier-1). Po drugie, bank nie będzie już dokonywać korekty kapitału regulacyjnego o wartość zaangażowania kapitałowego w Idea Bank jako jednostkę finansową. Szacujemy, że ten pozytywny wpływ może wynieść ok. 50p.b. w przypadku współczynnika wypłacalności oraz ok. 32p.b. w przypadku jednostkowego wskaźnika Tier-1.

KNF wydał zgodę za zaliczenie 241 mln PLN długu podporządkowanego w poczet kapitału regulacyjnego

Getin Noble Bank poinformował, że KNF wydał zgodę na zaliczenie do funduszy

uzupełniających 241 mln PLN pozyskanych w lutym 2012 przez bank z tytułu emisji obligacji podporządkowanych. Informacja zgodna z naszymi oczekiwaniami. Według naszych obliczeń, jednostkowy współczynnik wypłacalności Getin Noble Banku poprawi się o ok. 64p.b. i wyniosłby ok. 10,9% pro forma na koniec 2011.

Getin Noble Bank wyemitował 160 mln PLN obligacji podporządkowanych

Getin Noble Bank poinformował, że 23 marca 2012 wyemitował kolejną serię obligacji podporządkowanych o wartości nominalnej 160 mln PLN. Tym razem spread ponad 6 WIBOR wyniósł 355p.b. i był 20p.b. mniej niż w przypadku poprzedniej emisji. W sumie bank wyemitował już 800 mln PLN obligacji podporządkowanych w ramach programu emisji o wartości do 1 mld PLN. Zarząd banku nie wyklucza kolejnych emisji obligacji. Przedstawiciele banku zapowiedzieli tą emisję, więc traktujemy informację jako neutralną, chociaż nie jest ona uwzględniona w naszych prognozach. Według naszych szacunków powyższa emisja poprawi jednostkowy współczynnik wypłacalności banku o ok. 43p.b.

Getin Noble Bank dalej ogranicza sprzedaż hipotek

Zgodnie z informacją przekazaną przez Puls Biznesu, w 1Q 2012 Getin Noble Bank sprzedał ponad 900 mln PLN kredytów hipotecznych względem 1 144 mln PLN w 4Q 2011 oraz 2 132 mln PLN w 1Q 2011 (czyli max -21% Q/Q oraz -58% R/R). W całym 2011 bank zamierza zmniejszyć sprzedaż do ok. 3 mld PLN, czyli o 59% w stosunku do 2011. Z drugiej strony, bank chce się skupić na szybkorozwiązujących w bilansie kredytach gotówkowych, dla MSP oraz leasingu. W 2012 bank zamierza zwiększyć sprzedaż kredytów gotówkowych do 1,5 mld PLN (po 1,26 mld PLN w 2011), a kredytów dla MSP do 3 mld PLN (po 1,83 mld PLN w 2011). Zdaniem Zarządu banku, taka zmiana w strukturze sprzedaży kredytowej zaowocuje poprawą marży odsetkowej, bo z jednej strony zwiększy się spread na aktywach odsetkowych (oprocentowanie kredytów), a z drugiej strony bank będzie potrzebował mniej finansowania. Zmiana w strategii sprzedaży banku była zapowiedziana po wynikach za 3Q 2011 i była już widoczna w wynikach za 4Q 2011, więc nie powinna być zaskoczeniem dla rynku. Naszym zdaniem taki ruch wymusiła nie tylko struktura bilansu banku (długie aktywa i krótkie pasywa) ale również poziom bazy kapitałowej, który dodatkowo zostanie nadszarpnięty w połowie 2012 zwiększeniem wagi ryzyka dla walutowych kredytów detalicznych. Po 4Q 2011 współczynnik wypłacalności wyniósł 10,2%, a wskaźnik Tier-1 9,5%. Uważamy, że Zarząd banku nie liczy na znaczącą poprawę rentowości w 2012, dlatego też agresywnie emituje dług podporządkowany. Od czerwca 2011 bank wyemitował w sumie 800 mln PLN długu (20% kapitałów własnych za 4Q 2011) i zapowiada kolejne emisje. Co do naszych oczekiwań odnośnie marży odsetkowej, prognozujemy 9p.b. poprawy R/R do 2,9%.

Połączenie Getin Noble Banku i Get Banku na początku czerwca

Prezes Getin Noble Banku poinformował, że połączenie Getin Noble Banku z Get Bankiem (dawnym Allianz Bankiem) nastąpi z początkiem czerwca, po tym jak 3 kwietnia wyrazili na to zgodę akcjonariusze obu banków podczas Walnych Zgromadzeń.

Rezygnacja Członka Rady Nadzorczej

Get Bank poinformował, że Longin Kula zrezygnował z pełnienia funkcji Członka Rady Nadzorczej Banku. W informacji przekazanej bankowi nie zostały podane przyczyny rezygnacji.



Handlowy (Trzymaj)

Cena bieżąca: 78,3 PLN

Cena docelowa: 72 PLN

Analityk: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2012-01-19

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkow y	1 498,8	1 434,4	-4,3%	1 471,8	2,6%	1 500,4	1,9%	Liczba akcji (mln)	130,7
Marża odsetkow a	4,0%	3,6%		3,6%		3,7%		MC (cena bieżąca)	10 230,6
WNDB	2 564,8	2 416,3	-5,8%	2 491,7	3,1%	2 589,3	3,9%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	1 184,4	996,6	-15,9%	1 024,6	2,8%	1 074,3	4,9%		
Zysk brutto	942,6	921,5	-2,2%	908,8	-1,4%	972,5	7,0%		
Zysk netto	754,8	736,4	-2,4%	727,1	-1,3%	778,0	7,0%		
ROE	11,9%	11,4%		11,0%		11,4%		Zmiana ceny: 1m	3,9%
P/E	13,6	13,9		14,1		13,1		Zmiana ceny: 6m	16,9%
P/BV	1,6	1,6		1,5		1,5		Zmiana ceny: 12m	-23,4%
DPS	3,8	5,7		2,7		5,6		Max (52 tyg.)	104,0
Dyid (%)	4,8	7,3		3,4		7,1		Min (52 tyg.)	58,6

* przed kosztami rezerw



Po tym jak w lutym Handlowy pozytywnie zaskoczył mocnymi wynikami za 4Q 2011, w kwietniu bank nieoczekiwanie zakomunikował restrukturyzację segmentu detalicznego. Bank zamierza zamknąć znaczącą część swojej sieci dystrybucji, zredukować zatrudnienie, ograniczyć swoją obecność jedynie do większych miast oraz skupić się w ramach detalu na obsłudze klienta zamożnego. W naszej opinii, taka decyzja podcina potencjał długoterminowego organicznego wzrostu banku. Przy takim założeniu, kwestia polityki dywidendowej będzie odgrywać jeszcze większą niż dotychczas rolę w ocenie banku pod kontem atrakcyjności inwestycji. Dostrzegamy ryzyka, że stopa dywidendy za 2011 na poziomie jedynie 3,5% (po tym jak została obniżona przez zalecenia regulatora) może okazać się niewystarczającym argumentem za utrzymaniem kursu na obecnych poziomach. Niemniej jednak, utrzymujemy naszą rekomendację Trzymaj.

Neutralna propozycja dywidendy w wysokości 2,76 PLN lub 49% zysku

Zarząd Handlowego podjął uchwałę w sprawie dywidendy za 2011. Wyniesie ona 2,76 PLN, co oznacza, że wskaźnik wypłaty ukształtował się na poziomie 49,1%. Zarząd zaproponował termin ustalenia prawa do dywidendy na dzień 5 lipca 2012 oraz termin wypłaty dywidendy na dzień 31 sierpnia 2012. Powyższa propozycja została już zaaprobowana przez Radę Nadzorczą banku i zostanie przedłożona Walnemu Zgromadzeniu do zatwierdzenia. Proponowana dywidenda przekłada się na stopę dywidendy w wysokości 3,5%. Jej wysokość jest zgodna z oczekiwaniami, po tym jak w grudniu 2011 KNF ograniczył wypłatę dywidendy do maksymalnie 50% zysku netto.

Handlowy przeprowadza restrukturyzację segmentu detalicznego

Handlowy ogłosił plan zwiększenia efektywności detalicznej poprzez optymalizację oddziałów i restrukturyzację zatrudnienia w ramach zaakceptowanych przez Radę Nadzorczą banku kierunków strategicznych na lata 2012-2015. Handlowy zamierza zamknąć ok. 60 oddziałów (z 147 na koniec 2011) oraz zwolnić do 590 osób (11% zatrudnionych w banku na koniec 2011). W ramach segmentu detalicznego Handlowy zamierza utrzymać dotychczasową segmentację klientów oraz obecną ofertę produktową. Z drugiej strony zamierza ograniczyć swoją obecność do największych aglomeracji Polski oraz skoncentrować się tylko na wyższych segmentach klientów (CitiForward, Gold, GoldSelect). Zgodnie z informacją przekazaną przez bank, zamykane oddziały odpowiadały za 7% depozytów oraz 35% kredytów detalicznych banku na koniec 2011. W trakcie 2011 osiągnęły skumulowany wynik brutto na poziomie 35 mln PLN, czyli odpowiadały za 4% zysku brutto banku i 17% zysku brutto segmentu detalicznego. W konsekwencji powyższego Zarząd banku zamierza utworzyć rezerwę restrukturyzacyjną do kwoty 43 mln PLN w ciężar wyników za 1Q 2012, obejmującą koszty świadczeń dla pracowników, z którymi rozwiązywany będzie stosunek pracy jak również koszty związane bezpośrednio z siecią placówek. Ostateczne koszty restrukturyzacji mogą okazać się mniejsze jeżeli część zwalnianych osób znajdzie pracę w ramach spółek Citi (w sumie ma być ok. 470-500 nowych miejsc pracy, które w pierwszej kolejności zostaną zaoferowane zwalnianym osobom). Przypominamy, że w 2008 z 30 mln PLN rezerwy restrukturyzacyjnej utworzonej w 1Q, 4 mln PLN zostały uwolnione w 4Q.

Zarząd banku również poinformował, że gro zapowiedzianej restrukturyzacji zostanie przeprowadzonych w trakcie 2Q 2012. Po przeprowadzeniu restrukturyzacji, Zarząd spodziewa się ok. 60 mln PLN oszczędności kosztowych w skali roku (4,2% kosztów operacyjnych banku za 2011) oraz ok. 20 mln PLN utraconych przychodów w pierwszym roku od momentu restrukturyzacji. Co ważne, wraz z wygasającym portfelem kredytów gotówkowych sprzedanych przez zamykane placówki, skala utraconych przychodów będzie się zwiększać R/R, chociaż bank nie podał jaka będzie ich skala w 2015.

Zarząd banku umotywował swoją decyzję w następujący sposób: 1) obecnie sektor

niedoszacowuje negatywnych skutków obecnie wprowadzanych oraz przyszłych zmian regulacyjnych, zarówno na poziomie krajowym jak i europejskim; 2) bank ocenia perspektywę ekonomiczną Polski na lata 2012-2013 jako gorszą niż otoczenie gospodarcze z lat 2010-2011, w szczególności obawia się spowalniającego tempa konsumpcji i inwestycji oraz rosnącej stopy bezrobocia; oraz 3) Zarząd podkreśla zmiany w przyzwyczajeniach klientów detalicznych w konsekwencji przeprowadzanych innowacji technologicznych.

Chociaż Zarząd banku podkreśla chęć dalszego rozwoju biznesu, naszym zdaniem zawężenie zakresu działalności oraz rezygnacja z koncepcji banku uniwersalnego należy czytać z dużą dozą ostrożności. Jeśli kroki podjęte przez Zarząd Handlowego okażą się słuszne, oznacza to, że polski sektor bankowy czeka spowolnienie, które obecnie nie jest uwzględnione ani w prognozach rynkowych ani w wycenach akcji. Z drugiej strony, jeżeli posunięcie okaże się błędne, Handlowy poprzez ograniczone zakresu swojej działalności może stracić częściowo swoją pozycję na rzecz konkurencji.



ING BSK (Trzymaj)

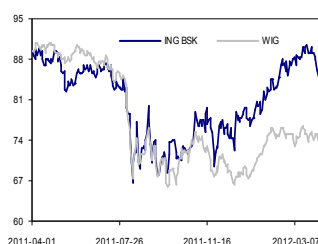
Cena bieżąca: 84,95 PLN Cena docelowa: 80 PLN

Analityk: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2012-01-19

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkow y	1 627,6	1 851,5	13,8%	1 941,5	4,9%	2 040,0	5,1%	Liczba akcji (mln)	130,1
Marża odsetkow a	2,6%	2,8%		2,7%		2,6%		MC (cena bieżąca)	11 052,0
WNDB	2 682,5	2 895,5	7,9%	2 993,4	3,4%	3 130,3	4,6%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	1 096,5	1 248,7	13,9%	1 286,9	3,1%	1 361,1	5,8%		
Zysk brutto	934,1	1 117,5	19,6%	1 061,0	-5,1%	1 167,8	10,1%		
Zysk netto	753,1	880,1	16,9%	859,4	-2,4%	945,9	10,1%		
ROE	14,3%	14,6%		12,6%		12,6%		Zmiana ceny: 1m	-4,0%
P/E	14,7	12,6		12,9		11,7		Zmiana ceny: 6m	20,1%
P/BV	2,0	1,7		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m	-5,4%
DPS	0,0	1,5		0,7		2,0		Max (52 tyg.)	90,5
Dyid (%)	0,0	1,8		0,8		2,3		Min (52 tyg.)	66,6

* przed kosztami rezerw



Na naszej prognozie zysku na 2012 na poziomie 859 mln PLN, -2% R/R, ING BSK jest wyceniany na wskaźniku P/E na poziomie 12,9x (9% poniżej średniej dla spółek porównywalnych), a na wskaźniku P/BV na poziomie 1,54x. Uważamy, że przy oczekiwanej rentowości kapitałów własnych na poziomie 11,0%, postrzegamy obecne poziomy cenowe jako godziwe. Głównym atutem spółki pozostają solidne perspektywy dla wyniku odsetkowego (+5% R/R w 2012) związanego ze zmianami w strukturze aktywów banku – konwersja portfela obligacji na kredyty. Z drugiej strony, widzimy ryzyko presji na wynik prowizyjny, nawet bez uwzględnienia potencjalnej znaczącej obniżki opłaty interchange.

ING BSK chce mieć dwucyfrową dynamikę sprzedaży kredytów gotówkowych w 2012

Wiceprezes ING BSK odpowiedzialny za bankowość detaliczną, Ignacio Julia Vilar, poinformował, że bank zamierza osiągnąć dwucyfrową dynamikę wzrostu sprzedaży kredytów gotówkowych. Z drugiej strony oczekuje spadku sprzedaży kredytów hipotecznych, tak żeby utrzymać swój udział w rynku na poziomie 9%. Bank już wcześniej informował, że w 2012 zamierza położyć większy nacisk na sprzedaż kredytów gotówkowych. Jego portfel na koniec 2011 wyniósł 1,47 mld PLN i stanowi 9,8% całego portfela kredytowego. Bank nie upublicznia danych nt. sprzedaży kredytów gotówkowych. Jeżeli chodzi o kredyty hipoteczne, w 2011 ING BSK sprzedał 3,6 mld PLN kredytów (+6% R/R) osiągając udział rynkowy na poziomie 9,2% w sprzedaży złotych kredytów mieszkaniowych oraz 7,1% w sprzedaży kredytach mieszkaniowych ogółem. Fakt, że bank chce utrzymać swój udział rynkowy w kredytach złotych, oznacza że potencjalny spadek sprzedaży w ING BSK będzie mniejszy niż rynku ogółem (czyli łącznie z kredytami walutowymi).



Kredyt Bank (Zawieszona)

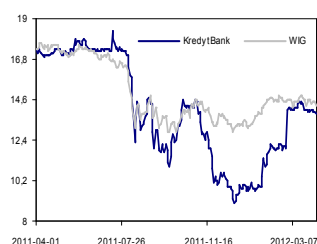
Cena bieżąca: 13,86 PLN Cena docelowa: -

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2012-02-28

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkow y	1 127,8	1 150,1	2,0%	1 162,9	1,1%	1 206,5	3,7%	Liczba akcji (mIn)	271,7
Marża odsetkow a	2,7%	2,7%		2,6%		2,5%		MC (cena bieżąca)	3 765,2
WNDB	1 588,4	1 546,3	-2,7%	1 549,4	0,2%	1 602,1	3,4%	Free float	20,0%
Wynik operacyjny*	703,5	626,0	-11,0%	618,8	-1,1%	639,6	3,4%		
Zysk brutto	234,7	431,1	83,7%	283,0	-34,4%	333,1	17,7%		
Zysk netto	185,9	327,2	76,0%	226,4	-30,8%	266,5	17,7%		
ROE	6,9%	11,1%		7,1%		7,8%		Zmiana ceny: 1m	-1,6%
P/E	20,2	11,5		16,6		14,1		Zmiana ceny: 6m	2,7%
P/BV	1,3	1,2		1,1		1,1		Zmiana ceny: 12m	-19,4%
DPS	0,0	0,4		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	18,3
Dyield (%)	0,0	2,7		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	9,0

* przed kosztami rezerw



W związku z aktualizacją prognoz i rekomendacji, rekomendacja dla Kredyt Banku pozostaje zawieszona.

EBOR obejmie 1,7% akcji w połączonym BZ WBK i Kredyt Banku

BZ WBK S.A poinformował, że zawarł z Europejskim Bankiem Odbudowy i Rozwoju umowę inwestycyjną dotyczącą zainwestowania przez EBOR 332 mln PLN w BZ WBK w celu wsparcia planowanego połączenia BZ WBK z Kredyt Bankiem. EBOR obejmie 1 561 618 akcji BZ WBK w ramach oferty prywatnej, z wyłączeniem – w interesie BZ WBK – prawa poboru dotychczasowych akcjonariuszy. Cena emisyjna akcji wynosi 212,60 PLN, co stanowi cenę referencyjną akcji BZ WBK w wysokości 226,40 PLN ustaloną w umowie inwestycyjnej zawartej pomiędzy Santanderem i KBC, bez prawa do dywidendy oraz pomniejszoną o dyskonto przyjmowane zwyczajowo w podobnych transakcjach subskrypcji prywatnych. Po zakończeniu planowanego połączenia, EBOR będzie posiadał mniejszościowy udział w BZ WBK (1,7%). Powyższa umowa uwarunkowana jest zezwoleniem Komisji Nadzoru Finansowego na stosowną zmianę statutu BZ WBK w zakresie podwyższenia kapitału oraz podjęciem odpowiedniej uchwały przez Walne Zgromadzenie BZ WBK. Informacja o tym, że EBOR znajdzie się w akcjonariacie połączonego banku była znana wcześniej, sam EBOR potwierdził to w dniu ogłoszenia przez Santander i KBC zamiaru połączenia BZ WBK i Kredyt Bank (28 lutego 2012). Skala inwestycji również jest zgodna z wcześniejszymi zapowiedziami. Co do ceny, po której EBOR zgodził się objąć akcje BZ WBK, uwzględnia ona 8 PLN dywidendy oraz 3% dyskonto względem ceny z umowy między Santanderem i KBC.

KNF informuje o pierwszych wymogach jakie postawi przed Santanderem

Przewodniczący KNF, Andrzej Jakubiak, powiedział, że urząd chce aby Santander, który planuje połączyć swój bank BZ WBK z Kredyt Bankiem należącym do KBC, był notowany na GPW. Podobny wymóg został zastosowany w stosunku do UniCredit, kiedy Pekao łączyło się z BPH. Zabieg ten ma nie tylko służyć promocji rynku, ale również zwiększa transparentność dla inwestorów. Kolejne warunki KNF, to *free float* na poziomie co najmniej 25% oraz to, żeby Santander kontrolował połączony bank bezpośrednio, czyli bez pośrednictwa spółek córek. Na koniec Jakubiak dodał, że transakcja może zamknąć się w 2012.



Millennium (Sprzedaj)

Cena bieżąca: 4,23 PLN

Cena docelowa: 3,3 PLN

Analityk: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2012-03-05

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	1 009,8	1 190,8	17,9%	1 214,4	2,0%	1 282,8	5,6%	Liczba akcji (mIn)	1 213,1
Marża odsetkowa	2,2%	2,4%		2,3%		2,3%		MC (cena bieżąca)	5 131,5
WNDB	1 714,4	1 901,7	10,9%	1 905,5	0,2%	1 985,7	4,2%	Free float	34,5%
Wynik operacyjny*	633,0	765,6	20,9%	763,7	-0,3%	803,7	5,2%		
Zysk brutto	407,8	591,1	44,9%	468,8	-20,7%	568,0	21,2%		
Zysk netto	326,0	466,5	43,1%	375,1	-19,6%	454,4	21,2%		
ROE	9,5%	10,8%		7,9%		8,8%		Zmiana ceny: 1m	-3,4%
P/E	15,7	11,0		13,7		11,3		Zmiana ceny: 6m	-4,3%
P/BV	1,3	1,1		1,0		1,0		Zmiana ceny: 12m	-29,5%
DPS	0,0	0,1		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	6,0
Dywidenda (%)	0,0	2,4		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,2

* przed kosztami rezerw



Podtrzymujemy opinię, że rok 2012 będzie trudniejszy dla Millennium niż 2011 pod kątem wygenerowanego zysku netto. Nasze obawy budzi bardzo niski obecny poziom rezerw na kredyty hipoteczne, w szczególności względem kosztu ryzyka w Getin Nobel Banku, Kredyt Banku czy PKO BP, czyli podmiotów, które również agresywnie sprzedawały kredyty hipoteczne w 2008. Nawet gdyby bank utrzymałby poziom zysku netto na płaskim R/R poziomie, zwrot na kapitałach własnych wyniósłby jedynie 9,7%, czyli poniżej kosztu kapitału własnego. Przy naszej prognozie zysku netto na 2012 na poziomie 375 mln PLN (-20% R/R), zwrot na kapitale własnym wynosi 7,9%. W konsekwencji nie znajdujemy usprawiedliwienia w wycenie banku na wskaźniku P/BV na poziomie 1,12x na 2011 i 1,04x na 2012. Podtrzymujemy naszą rekomendację Sprzedaj.

Moody's potwierdził ratingi Millennium, ale obniżył perspektywę siły finansowej do negatywnej

Agencja ratingowa Moody's potwierdziła długoterminowy rating zobowiązań na "Baa3" z perspektywą negatywną, utrzymała krótkookresowy rating „Prime-3”, potwierdziła rating siły finansowej na poziomie „D”, ale obniżyła perspektywę tego ostatniego do negatywnej.



Pekao (Redukuj)

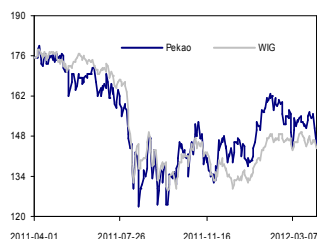
Cena bieżąca: 145,5 PLN Cena docelowa: 135 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2012-01-19

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkow y	4 103,7	4 557,9	11,1%	4 766,0	4,6%	4 952,1	3,9%	Liczba akcji (mln)	262,4
Marża odsetkow a	3,1%	3,2%		3,2%		3,2%		MC (cena bieżąca)	38 174,5
WNDB	7 196,9	7 661,4	6,5%	7 734,8	1,0%	8 033,2	3,9%	Free float	40,8%
Wynik operacyjny*	3 563,3	4 050,6	13,7%	4 015,8	-0,9%	4 191,0	4,4%		
Zysk brutto	3 101,5	3 592,9	15,8%	3 396,3	-5,5%	3 642,7	7,3%		
Zysk netto	2 525,2	2 899,4	14,8%	2 741,5	-5,4%	2 940,1	7,2%		
ROE	13,1%	14,0%		12,5%		12,7%		Zmiana ceny: 1m	1,0%
P/E	15,1	13,2		13,9		13,0		Zmiana ceny: 6m	-0,1%
P/BV	1,9	1,8		1,7		1,6		Zmiana ceny: 12m	-18,2%
DPS	2,9	6,8		5,5		7,3		Max (52 tyg.)	179,5
Dyid (%)	2,0	4,7		3,8		5,0		Min (52 tyg.)	123,4

* przed kosztami rezerw



Po braku jednoznacznego pozytywnego zaskoczenia w wynikach za 4Q 2011, podtrzymujemy naszą rekomendację redukuj i 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 135 PLN. Na naszych prognozach zysku netto na 2012 na poziomie 2 741 mln PLN (-5 % R/R), bank jest wyceniany na wymagającym poziomie wskaźnika P/E – 13,9x, z 14% premią do PKO BP i 18% premią do PZU. Co ważne, tak wysoka wycena nie znajduje usprawiedliwienia w oczekiwanej dywidendzie za 2011 (3,8%). Chociaż Pekao stać na wypłacenie dywidendy nawet na poziomie 100% zysku netto przez kilka następnych lat bez ryzyka drastycznego spadku wskaźników kapitałowych, nie tylko jest to w sprzeczności z obecnymi zaleceniem KNF, ale również z długoterminowym celem Zarządu.

Zysk netto za 4Q 2011 zgodny z oczekiwaniami

Pekao zaraportowało zysk netto za 4Q 2011 na poziomie 771 mln PLN, +20% R/R oraz +1% Q/Q. Wynik okazał się minimalnie lepszy (3%) od naszych i rynkowych oczekiwań (po 747 mln PLN) na niższych niż prognozowaliśmy kosztach operacyjnych (w szczególności osobowych na rozwiązaniu rezerw na bonusy i wycenie programu opcji menadżerskich) oraz saldzie rezerw. Przychody ogółem okazały się zgodne z naszymi oczekiwaniami, przy czym pozytywnie zaskoczył wynik handlowy (+4% Q/Q oraz 25% powyżej naszych prognoz). Z drugiej strony za słaby należy uznać wynik odsetkowy (tylko +1% Q/Q, 2% poniżej naszej prognozy) oraz wynik prowizyjny (-3% Q/Q, 3% poniżej oczekiwań).

- Kredyty wzrosły w silnym tempie 7% Q/Q, dzięki mocnemu segmentowi korporacyjnemu (-7% Q/Q). Depozyty również wykazały wysoką dynamikę 4% Q/Q.
- Wynik odsetkowy rozczerował wzrastając tylko o 1% Q/Q. Rosnące stopy procentowe nie przełożyły się na przyrost przychodów odsetkowych, podczas gdy po stronie kosztów odsetkowych bank podniósł oprocentowanie depozytów zgodnie ze wzrostem stóp rynkowych. W konsekwencji marża odsetkowa spadła o 15p.b. Q/Q do 3,34%.
- Wynik prowizyjny był również poniżej naszych oczekiwań z powodu niższych niż oczekiwaliśmy przychodów z tytułu kredytów. Spadły one o 9% Q/Q.
- Koszty operacyjne ogółem okazały się niższe niż prognozowaliśmy i spadły o 1% Q/Q, pomimo oczekiwanej sezonowości 4Q. Było to możliwe przede wszystkim dzięki niskim wydatkom osobowym, które spadły aż o 7% Q/Q. Było to spowodowane negatywną wyceną programów menadżerskich opartych na akcjach UniCredit oraz rozwiązaniu rezerw na bonusy.
- Saldo rezerw również okazało się niższe niż prognozowaliśmy i wyniosło 131 mln PLN (-4% Q/Q). Poprawa wynikała z niższych odpisów na segment detaliczny.
- Współczynnik wypłacalności wyniósł 17,0% i poprawił się o 19p.b. Q/Q.

Zarząd będzie rekomendował dywidendę za 2011

Prezes Pekao, Luigi Lovaglio, powiedział, że pozycja kapitałowa banku pozwala na wypłatę dywidendy za 2011. Oczekujemy dywidendy w wysokości 5,48 PLN na akcję, co przekłada się na 50% wskaźnik wypłaty dywidendy oraz 3,8% yieldu.

Prezes liczy, że wzrost zysku netto w 2012 będzie możliwy

Prezes Pekao, Luigi Lovaglio, powiedział, że jeżeli „wszystko pójdzie dobrze w gospodarce” zysk netto w 2012 może osiągnąć wzrost R/R. Bank zakłada, że PKB wzrośnie o 3,1% a kredyty ogółem przyniosną o 5,2% R/R. Nasza prognoza na 2012 na poziomie 2,7 mld PLN implikuje 5% spadku R/R.

Pekao chce rosnać szybciej niż rynek w hipotekach i kredytach konsumenckich

Prezes Pekao, Luigi Lovaglio, zapowiedział, że w 2012 bank chce rosnać szybciej niż rynek w kredytach hipotecznych i konsumpcyjnych. Bank może powtórzyć sprzedaż tych kredytów z 2011. W 2011 Pekao sprzedał 6 296 mln PLN kredytów hipotecznych (+27% R/R) oraz 5 047 mln PLN kredytów konsumenckich (+18% R/R). Dzięki temu wzrost salda wyniósł 20% R/R w kredytach hipotecznych i 15% R/R w kredytach gotówkowych. Uważamy, że zamiar utrzymania płasko sprzedaży kredytów hipotecznych w 2012 jest dość ambitny, ponieważ sądzimy, że cały rynek spadnie R/R, w tym sprzedaż kredytów złotych. Co do potencjału wzrostu salda kredytów, uważamy, że cel w kredytach hipotecznych najprawdopodobniej zostanie osiągnięty. Bank ma mniej niż średnio rynek kredytów walutowych, które w tym roku będą ciążyły na dynamice ogółu.

Pekao będzie koncentrować się na wzroście organicznym; wysokość dywidendy za 2011 zależy od rekomendacji KNF

Prezes UniCredit, Federico Ghizzoni, powiedział, że Pekao będzie koncentrować się na organicznym wzroście. Bank oczywiście będzie się przyglądał okazjom do przejęć, ale obecnie żadna instytucja nie znajduje się na jego radarze. Dodał, że Pekao planuje wypłatę dywidendy za 2011, jednak czeka na wytyczne nadzorczy w tym zakresie.

Rezygnacja Przewodniczącej Rady Nadzorczej

Pekao poinformował, że Alicja Kornasiewicz, Przewodnicząca Rady Nadzorczej banku złożyła rezygnację z funkcji Członka Rady Nadzorczej z chwilą zakończenia Walnego Zgromadzenia Banku zatwierdzającego sprawozdanie finansowe Banku za rok obrotowy 2011. Pani Alicja Kornasiewicz nie podała przyczyny rezygnacji.



PKO BP (Akumuluj)

Cena bieżąca: 33 PLN

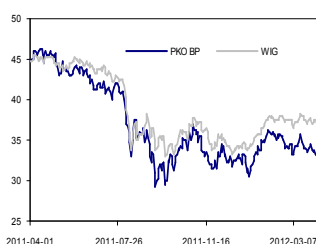
Cena docelowa: 35 PLN

Analityk: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2012-04-05

(mln PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Wynik odsetkow y	6 516,2	7 609,1	16,8%	7 721,4	1,5%	7 950,8	3,0%	Liczba akcji (mln)	1 250,0
Marża odsetkow a	4,0%	4,2%		4,0%		3,9%		MC (cena bieżąca)	41 250,0
WNDB	10 021,9	10 999,8	9,8%	10 985,9	-0,1%	11 284,9	2,7%	Free float	48,8%
Wynik operacyjny*	5 948,4	6 731,0	13,2%	6 532,3	-3,0%	6 686,2	2,4%		
Zysk brutto	4 079,2	4 780,9	17,2%	4 215,0	-11,8%	4 683,1	11,1%		
Zysk netto	3 216,9	3 807,2	18,4%	3 374,3	-11,4%	3 749,2	11,1%		
ROE	15,4%	17,2%		14,3%		14,8%		Zmiana ceny: 1m	-1,1%
P/E	12,8	10,8		12,2		11,0		Zmiana ceny: 6m	-3,1%
P/BV	1,9	1,8		1,7		1,6		Zmiana ceny: 12m	-28,3%
DPS	1,9	2,0		1,5		1,3		Max (52 tyg.)	46,3
Dyid (%)	5,8	6,0		4,5		4,1		Min (52 tyg.)	29,2

* przed kosztami rezerw



Po bardzo dobrych wynikach za 4Q 2012, które okazały się lepsze od naszych prognoz w szczególności na poziomie przychodów podstawowych, uważamy nasze prognozy zysku netto na 2012 w wysokości 3 374 mln PLN (-11% R/R) może okazać się zbyt ostrożna. Mimo tego, wycena na wskaźniku P/E (12,2x) pozostaje na najbardziej atrakcyjnym poziomie w naszym sektorze bankowym. W konsekwencji, niezmiennie uważamy PKO BP jako najatrakcyjniejszą inwestycję w sektorze. Naszym zdaniem, ryzyko podaży akcji ze strony MSP jest ograniczone w perspektywie najbliższego kwartału, a ze strony BGŻ mało prawdopodobne przy obecnych poziomach wyceny. Podwyższamy naszą rekomendację do Akumuluj z Trzymaj oraz podtrzymujemy naszą 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 35,0 PLN.

952 mln PLN zysku netto 4Q 2011, powyżej naszych oczekiwań

PKO BP zaraportował silne wyniki za 4Q 2011 z zyskiem netto na poziomie 952 mln PLN, -6% Q/Q, ale +10% R/R. Wynik okazał się 7% lepszy niż nasza prognoza na poziomie 888 mln PLN, ale zgodny z konsensusem rynkowym na poziomie 933 mln PLN. Zgodnie z oczekiwaniami wyniki banku zawierały szereg negatywnych transakcji jednorazowych: 27 mln PLN odpisu na Bank Pocztowy, 45 mln PLN dodatkowych rezerw w Kredobanku oraz 17 mln PLN straty w wyniku konsolidacji metodą praw własności spółki Centrum Haffnera.

- Kredyty wzrosły w umiarkowanym tempie 1% Q/Q. Głównym czynnikiem wzrostu były kredyty korporacyjne, które odnotowały dynamikę na poziomie 3% Q/Q, oraz kredyty hipoteczne z przyrostem na poziomie 2% Q/Q. Kredyty konsumpcyjne nieprzerwanie od 3Q 2010 kontynuują trend spadkowy, w tym kwartale spadając o 3% Q/Q.
- Baza depozytowa wzrosła o 2% Q/Q. Chociaż depozyty detaliczne przyrosły o 4% Q/Q, oszczędności korporacyjne skurczyły się o 3% Q/Q, a depozyty jednostek budżetowych o 13% Q/Q.
- Wynik odsetkowy zaskoczył nas pozytywnie wzrastając o 5% Q/Q do 2 070 mln PLN, 3% powyżej naszej prognozy. Przy rosnącej rynkowej stopie procentowej o 19p.b. Q/Q, bank utrzymał nominalne oprocentowanie depozytów na płaskim poziomie, co przełożyło się na efektywny (realny dla banku) spadek kosztu finansowania Q/Q oraz poprawę marży odsetkowej o 8p.b. Q/Q do 4,38%. Zwracamy uwagę, że marżowość aktywów odsetkowych spadła Q/Q, ale w naszej opinii jest to związane z efektem opóźnienia przenoszenia wyższych stóp procentowych na nominalnie oprocentowanie kredytów.
- Wynik prowizyjny również okazał się wyższy niż nasza prognoza, wzrost o 3% Q/Q do 792 mln PLN. Było to możliwe dzięki bardzo dobremu wynikowi na kredytach (+12% Q/Q) oraz ubezpieczeniach (+30% Q/Q). Z drugiej strony enigmatyczna pozycja pozostałe koszty odnotowała sezonowy wzrost o 13 mln PLN Q/Q. Zaskakująca dobra dynamika wyniku na kredytach była związana z udziałem banku w dużych transakcjach kredytowych, a wynik na ubezpieczeniach z niską bazą 3Q, kiedy to bank zwracał część składki wpłaconej przez klienta w związku z przedwczesną spłatą kredytu.
- Zgodnie z oczekiwaniami, koszty operacyjne odnotowały sezonowy wzrost Q/Q. Jednakże dynamika 8% Q/Q okazała się niższa niż prognozowaliśmy. Głównym czynnikiem wzrostu były koszty rzeczowe, +14% Q/Q, co wiązało się z wyższymi wydatkami na marketing oraz renowację i odświeżenie sieci dystrybucji. Koszty osobowe również zwiększyły się Q/Q o 5%, ale sezonowość ta była niższa niż w poprzednich okresach.
- Saldo rezerw wzrosło o 15% Q/Q do 561 mln PLN. Zgodnie z oczekiwaniami, bank dokonał zwiększonych odpisów na spółki zależne i stowarzyszone. W 4Q 2011 PKO BP dokonał jednorazowej transakcji wydzielenia portfela złych kredytów z Kredobanku do

SPV o wartości 700 mln PLN. Skutkowało to dotworzeniem dodatkowych 45 mln PLN rezerw. Ponadto, bank dokonał odpisu na swojej inwestycji w Bank Pocztowy w wysokości 27 mln PLN. Korygując saldo rezerw o wpływ tych dwóch transakcji jednorazowych, wyniosłoby ono 489 mln PLN i byłoby na niezmiennym poziomie Q/Q.

- Udział kredytów z utratą wartości na poziomie skonsolidowanym pozostał praktycznie na niezmiennym poziomie w wysokości 8,6%, podczas gdy na poziomie jednostkowym poprawił się o 11p.b. Q/Q do 7,2%. Przypominamy, że w 4Q 2011 bank sprzedał portfel nieregularnych kredytów o wartości ok. 670 mln PLN, w skład którego wchodziły głównie kredyty konsumpcyjne.
- Współczynnik wypłacalności poprawił się o 8p.b. Q/Q do 12,4%, a wskaźnik Tier-1 o 4p.b. Q/Q do 11,2% z powodu spadku w wymogu kapitałowym na ryzyko rynkowe Q/Q. Zwracamy uwagę, że powyższe współczynniki nie uwzględniają zysku za 2011.

Nowa polityka dywidendowa PKO BP

PKO BP przedstawiło swoją nową politykę dywidendową, która została zatwierdzona przez Radę Nadzorczą banku. Zakłada ona, że celem banku jest stabilne wypłacanie dywidend w długim terminie z zachowaniem zasad ostrożnego zarządzania banku, a w szczególności optymalne kształtowanie struktury kapitałowej banku z uwzględnieniem zwrotu z kapitału i jego kosztu, potrzeb kapitałowych związanych z rozwojem oraz zapewnienia odpowiedniego poziomu współczynników kapitałowych. Zarząd banku zdefiniował, że chce utrzymać współczynnik wypłacalności na poziomie przynajmniej 12%, a współczynnik wypłacalności na poziomie przynajmniej 9%. W końcu Zarząd banku zaznaczył, że polityka dywidendowa może być zmieniana w miarę potrzeb, w szczególności z uwzględnieniem bieżącej i oczekiwanej sytuacji finansowej oraz wymogów nadzorczych. Na koniec 2011 współczynnik wypłacalności grupy (który nie uwzględniał wyniku netto za 2011) wyniósł 12,4%, a współczynnik Tier 1 11,2%. Oznacza to, że potencjalnie bank mógłby wypłacić całość zysku w formie dywidendy. Niemniej jednak zwracamy uwagę, że w połowie 2012 wzrośnie waga ryzyka dla walutowych kredytów detalicznych, co ogranicza maksymalny poziom wypłaty dywidendy do 90%. Ponadto pod koniec października 2012, bank może zrealizować swoją opcję wcześniejszego wykupu długu podporządkowanego (1,6 mld PLN), co dalej ograniczyłoby maksymalny poziom wypłaty dywidendy do 50%. W końcu przypominamy, że KNF zalecił, aby dywidendy za 2011 maksymalnie wyniosły 50% zysku netto. Oczekujemy, że dywidenda wyniesie 1,50 PLN na akcję (4,5% yieldu), chociaż nie wykluczamy scenariusza, w którym rekomendacja Zarządu będzie poniżej tego poziomu.

Rekomendacja Zarządu odnośnie dywidendy na przełomie kwietnia i maja

Prezes PKO BP, Zbigniew Jagiełło, poinformował, że Zarząd przedstawi swoją rekomendację odnośnie dywidendy z zysków za 2011 w połowie maja. Wtedy Zarząd banku będzie znał już wyniki za 1Q 2012 i to będzie miało wpływ na ostateczną rekomendację.

PKO BP chce zwiększyć R/R sprzedaż kredytów gotówkowych i utrzymać udział rynkowy w hipotekach

Jacek Obłękowski, Wiceprezes Zarządu PKO BP odpowiedzialny za bankowość detaliczną, powiedział, że w 2012 bank chce być jednym z liderów rynkowych pod kątem sprzedaży kredytów gotówkowych. Oczekuje, że bank zwiększy sprzedaż i poprawi swój udział rynkowy względem 2011. W odniesieniu do kredytów hipotecznych, bank chce utrzymać pozycję lidera i udział rynkowy. W okresie styczeń-luty 2012 bank sprzedał ok. 650 mln PLN hipotek, co pozwoliło mu osiągnąć udział rynkowy „znacznie lepszy” niż przed rokiem. Udział rynkowy za styczeń w hipotekach złotowych przekroczył 27%. W 2011 PKO BP sprzedało 9,1 mld PLN, -25% R/R oraz 7,3 mld PLN kredytów gotówkowych, -27% R/R.

BGK chce sprzedać swój pakiet w PKO BP z zyskiem

Prezes BGK, Dariusz Daniluk, powiedział, że bank monitoruje rynek pod kątem sprzedaży akcji PKO BP, jednak nie chce sprzedawać pakietu za wszelką cenę. Dodał, że BGK chce zarobić na transakcji i zbyć akcje powyżej ceny emisyjnej. W końcu pytany, czy BGK będzie sprzedawał akcje wspólnie z MSP powiedział: "skupiamy się na swoim pakiecie akcji". BGK nabył pakiet 10,2% w PKO BP pod koniec 2009. Wydał na niego ponad 4 mld PLN, czyli 31,24 PLN na akcję. Obecna cena rynkowa jest 6% powyżej ceny nabycia.

Zarząd spodziewa się stabilizacji wyniku R/R z lekką możliwością wzrostu

W trakcie konferencji powynikowej, Zarząd banku odniósł się do oczekiwań rynkowych co do zysku netto za 2012. Wskazał, że bank ma wyższe ambicje niż wynik na poziomie 3,4-3,5 mld PLN. Prezes spodziewa się stabilizacji wyniku R/R z lekką tendencją wzrostową. Bank spodziewa się lekkiego wzrostu wyniku odsetkowego, dzięki stabilizacji R/R poziomu rynkowych stóp procentowych, oraz płaskiego R/R wyniku prowizyjnego. Możliwe, że koszty operacyjne wzrosną w szybszym tempie niż to miało miejsce w 2011, czyli o więcej niż 3,8% R/R. W końcu bank nie wyklucza lekkiego wzrostu kosztu ryzyka z powodu rosnącego bezrobocia. Nasza obecna prognoza na 2012 na poziomie 3 374 mln PLN (-11% R/R) wydaje



się być konserwatywna w świetle wypowiedzi Zarządu. W naszej opinii, w świetle wyników za 4Q 2011 obszarem który jest niedoszacowany to marża odsetkowa oraz wynik odsetkowy.

PKO BP oczekuje stabilizacji w koszcie ryzyka w detalu R/R

Jacek Obłękowski, Wiceprezes Zarządu PKO BP odpowiedzialny za bankowość detaliczną, powiedział że nie spodziewa się wzrostu kosztu ryzyka na kredyty detaliczne w 2012. Wskazał, że nowa sprzedaż jest lepszej jakości niż w przeszłości i to powstrzymuje koszt ryzyka przed wzrostem. W 2011 koszt ryzyka w segmencie detalicznym wyniósł 104p.b., -25p.b. R/R. W kredytach gotówkowych spadł on o 68p.b. R/R do 263p.b., w kredytach hipotecznych wzrósł o 2p.b. R/R do 45p.b.

Ubezpieczyciele

Zysk ubezpieczycieli za 4Q 2011 wzrósł o 17% R/R oraz 12% Q/Q

KNF opublikował wyniki sektora ubezpieczeniowego za 2011. Zys netto spadł o 9% R/R do 6,13 mld PLN przy rosnącym przypisie składki oraz wyniku technicznym w tempie odpowiednio 6% i 62% R/R. Powodem spadku wyniku netto były niższe przychody z lokat, które spadły o 18% R/R. Sam wynik 4Q 2011 wyniósł 916 mln PLN i wzrósł o 17% R/R oraz 12% Q/Q. Choć przypis składki spadł o 1% R/R, wynik techniczny poprawił się o 33% R/R. Wynik z lokat wzrósł o 23% R/R.

KNF chce aby Talanx, Raiffeisen International i Raiffeisen Bank Polska były notowane na GPW

Przewodniczący KNF, Andrzej Jakubiak, poinformował, że KNF chce by zarówno firma ubezpieczeniowa Talanx, jak i Raiffeisen Bank International i Raiffeisen Bank Polska były notowane na GPW. Ma być to jeden z warunków zgody KNF na przejęcie aktywów w Polsce.



PZU (Akumuluj)

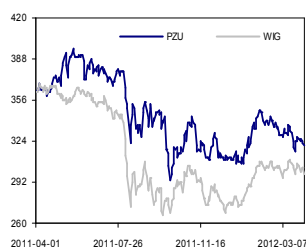
Cena bieżąca: 321 PLN

Cena docelowa: 345 PLN

Analityk: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2012-01-23

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Składka brutto:	14 541,0	15 279,3	5,1%	15 787,2	3,3%	16 402,6	3,9%	Liczba akcji (mIn)	86,4
majątkow a	8 031,9	8 527,5	6,2%	8 838,1	3,6%	9 232,2	4,5%	MC (cena bieżąca)	27 719,1
życiow a	6 512,5	6 751,8	3,7%	6 751,8	0,0%	6 949,1	2,9%	Free float	64,8%
Wynik techniczny	17 066,7	16 491,2	-3,4%	17 344,4	5,2%	18 553,7	7,0%		
Zysk brutto	3 029,4	2 907,6	-4,0%	2 916,9	0,3%	3 091,8	6,0%		
Zysk netto	2 439,2	2 345,4	-3,8%	2 346,4	0,0%	2 495,6	6,4%		
ROE	20,3%	18,3%		18,2%		18,8%		Zmiana ceny: 1m	-2,5%
P/E	11,4	11,8		11,8		11,1		Zmiana ceny: 6m	0,3%
P/BV	2,2	2,2		2,1		2,1		Zmiana ceny: 12m	-12,5%
DPS	158,6	26,0		24,7		24,5		Max (52 tyg.)	396,8
Dyid (%)	49,4	8,1		7,7		7,6		Min (52 tyg.)	294,2



W oczekiwaniu na wyniki za 1Q 2012, które mogą okazać się rekordowo wysokie dzięki bardzo dobremu wynikowi na działalności lokacyjnej, podtrzymujemy naszą rekomendację Akumuluj oraz 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 345 PLN. Uważamy, że dywidenda w wysokości przynajmniej 75% zysku netto za 2011 (20,4 PLN na akcję) oznaczająca yield w wysokości 6,3% jest atrakcyjna przy wycenie spółki 2012 P/E na poziomie 11,8x. Nadal uważamy, że powyższa kombinacja stopy dywidendy oraz wyceny jest bardziej atrakcyjna niż w bankach, nawet z uwzględnieniem PKO BP. Sądzymy, że spółka w tym roku będzie koncentrować się na dalszej poprawie efektywności kosztowej, czyli na przyroście przypisu składki przy jednoczesnym utrzymaniu kosztów administracyjnych pod kontrolą. Z drugiej strony, potencjalne i już zasygnalizowane przez Zarząd pogorszenie się szkodowości w segmencie majątkowym jest już uwzględnione w naszych prognozach.

Zysk netto za 4Q 2011 poniżej oczekiwań na transakcjach jednorazowych

Zysk netto PZU za 4Q 2011 wyniósł 497 mln PLN, czyli wzrósł o 60% Q/Q, ale spadł o 12% Q/Q. Wynik okazał się o 5% gorszy niż nasze oczekiwania (514 mln PLN) oraz 13% poniżej konsensusu rynkowego (561 mln PLN). Zgodnie z oczekiwaniami, w pozostałych kosztach operacyjnych w segmencie majątkowym spółka utworzyła rezerwę na karę nałożoną przez UOKiK w wysokości 56,6 mln PLN. Ponadto, w pozostałych kosztach operacyjnych segmentu majątkowego, PZU dokonało korekty rozrachunków z reasekuratorami w wysokości 92 mln PLN, co nie było uwzględnione w naszej prognozie. W końcu zwracamy uwagę, że rozwiązania rezerwy P w segmencie życiowym były niższe niż oczekiwane i wyniosły tylko 52 mln PLN względem naszych oczekiwań w wysokości 98 mln PLN. Korygując zysk netto o powyższe transakcje wyniósłby on ok. 604 mln PLN i byłby on zgodny z naszymi prognozami (ok. 595 mln PLN).

Składka zarobiona netto wzrosła o 1% Q/Q oraz 6% R/R i była nieznacznie wyższa niż w naszej prognozie. Wzrost R/R wynikał z przyrostu w segmencie majątkowym (+7%) związanym z podwyżką cen polis komunikacyjnych. Za wzrost Q/Q odpowiada segment życiowy (+3%). Wskaźnik mieszany w segmencie majątkowym wyniósł 95,6% i zgodnie z oczekiwaniami poprawił się R/R o 136p.b. dzięki niższej szkodowości (-153p.b. R/R do 64,2%). W segmencie życiowym wskaźnik wypłat wzrósł o 84p.b. R/R do 72,0% i był znacząco wyższy niż w naszej prognozie (2,4p.p.). Rozczarowujący okazał się również wskaźnik kosztów segmentu życiowego poprawiając się tylko o 34p.b. R/R. Podsumowując, wynik techniczny grupy wyniósł 278 mln PLN i był o 6% niższy niż nasza prognoza z powodu gorszego wyniku w segmencie życiowym. Poniżej wyniku technicznego pozytywnie zaskoczył wynik na działalności lokacyjnej kształtując się na poziomie 554 mln PLN, 29% powyżej naszych oczekiwań.

Docelowo PZU chciałoby wydać 6-7 mld PLN na ekspansję zagraniczną

W ramach zaktualizowanej strategii na lata 2012-2014, PZU zamierza kontynuować plany ekspansji zagranicznej. W tym celu PZU zamierza powołać do życia spółkę PZU International, w której za wkład 6-7 mld PLN miałyby ok. 40% udziałów. Reszta kapitału miałaby pochodzić od renomowanego funduszu *private equity* oraz międzynarodowej instytucji finansowej (np. EBOiR). Zarząd PZU wyjaśnił, że taka skala inwestycji najprawdopodobniej nie wpłynęłaby na politykę dywidendową spółki. Na koniec 2011, PZU miało ok. 5 mld PLN kapitałów nadwyżkowych (przy skonsolidowanym wskaźniku wypłacalności wg Solvency I na poziomie 250%) lub 3,2 mld PLN po wypłacie 75% zysku za 2011 w formie dywidendy. Gdy nadażyła się interesująca akwizycja, Zarząd dopuszcza możliwość tymczasowego (do roku) spadku współczynnika wypłacalności grupy nawet do 180% oraz/lub emisję długu podporządkowanego. Warto również podkreślić, że możliwy jest scenariusz, wg którego PZU będzie stopniowo dochodzić do docelowego poziomu inwestycji na rynkach zagranicznych, czyli spółka PZU

International byłaby dokapitalizowywana w miarę potrzeb. Taki scenariusz byłby mniejszym obciążeniem dla PZU z punktu widzenia współczynnika wypłacalności. W odniesieniu do potencjalnych celów akwizycyjnych, Zarząd PZU określił, że nie jest zainteresowany zakupem na rynkach zagranicznych innego biznesu niż działalność ubezpieczeniowa lub ewentualnie zdrowotna. W odniesieniu do rynku polskiego, PZU nie widzi się jako inwestora strategicznego banku. Z drugiej strony, nie wyklucza takiego posunięcia w celach czysto inwestycyjnych, chociaż obecnie nie jest rozważana taka opcja.

PZU chce mieć 2 mld PLN wzrostu składki między 2012 a 2014

W ramach zaktualizowanej strategii na lata 2012-2014, PZU zamierza mieć 2 mld PLN przypisu składki więcej niż w 2011, czyli na poziomie ok. 17,3 mld PLN. Wartość ta nie uwzględnia ekspansji zagranicznej poprzez PZU International oraz potencjalnego skokowego wzrostu rynku ubezpieczeń zdrowotnych związanego ze zmianami legislacyjnymi. W naszych prognozach na 2014 zakładamy składkę brutto na poziomie 17,0 mln PLN, czyli zgodnie z celem Zarządu.

PZU zamierza utrzymać swoje 30% ROE na znormalizowanych kapitałach

W ramach zaktualizowanej strategii na lata 2012-2014, PZU zamierza dostarczać ROE w wysokości 30% przy założeniu znormalizowanego poziomu kapitałów własnych, czyli kapitałów wynikających z założenia współczynnika wypłacalności liczonego wg Solvency I na poziomie 250%. Zwrot na kapitałach własnych liczony według tej metodologii wyniósł 32,2% w 2010 oraz 30,5% w 2011. Nasze prognozy zakładają, że wyniesie on 29,7% w 2012 oraz 30,4% w 2013.

Rekomendacja Zarządu ws. dywidendy za 2011 będzie zgodna z zaleceniami KNF

Andrzej Klesyk, Prezes PZU, powiedział, że Zarząd będzie rekomendował dywidendę za 2011 zgodnie z rekomendacjami KNF. Dodał, że jeżeli poziom maksymalny jest 75%, to nie ma powodu, żeby Zarząd rekomendował poziom niższy niż 75%. Przy wskaźniku wypłaty dywidendy na poziomie 75%, dywidenda za 2011 wyniosłaby 20,37 PLN na akcję. Dawałoby to 6,3% yieldu.

PZU może powtórzyć wyniki z 2011 w 2012

Prezes PZU, Andrzej Klesyk, powiedział w radiu PIN, że w 2012 spółka może powtórzyć wyniki osiągnięte w 2011, jeżeli nic się nie zdarzy na rynku katastroficznego, nie będzie wojny cenowej. W trakcie konferencji Zarząd PZU zaznaczył, że odbiera wyniki segmentu majątkowego w 2011 ze wskaźnikiem mieszanym na poziomie 95,3% jako bardzo dobre i obawia się, że ten poziom rentowności może być nie do powtórzenia w 2012. W ramach budżetowania na 2012, Zarząd uwzględnia wystąpienie bliżej nieokreślonych szkód katastroficznych, które nie uruchamiają programu reasekuracji, czyli poniżej 200 mln PLN. Może to spowodować wzrost wskaźnika mieszanego do średniocyklicznego poziomu 96-97%. Nasza prognoza zysku netto na 2012 kształtuje się na poziomie 2 374 mln PLN, czyli płasko R/R.

PZU rzekomo zainteresowane prywatyzacją Croatia Osiguranje - prasa

Chorwacka gazeta Globus poinformował, że PZU rzekomo wysłało list do chorwackiego rządu, w którym wyraziło swoje zainteresowanie wzięciem udziału w prywatyzacji chorwackiej spółki ubezpieczeniowej Croatia Osiguranje. Konkurentem PZU ma być chorwacki Adris. Chorwacki Minister Finansów powiedział pod koniec stycznia 2012, że w ciągu następnych trzech miesięcy rząd przeprowadzi przetarg na sprzedaż udziałów w Croatia Osiguranje oraz Hrvatska Postanska Banka. Rząd chce pozostawić sobie w spółkach 25% kapitału plus jedna akcja w celu utrzymania kontroli.

PZU Lietuva wejdzie do Łotwy i Estonii

PZU Lietuva podało w komunikacie, że zdecydowało się poszerzyć swoją działalność na Litwie oraz wejść na rynek łotewski i estoński. Ma to nastąpić w drugiej połowie 2012. PZU Lietuva nie ujawniło, czy wejście na nowe rynki odbędzie się poprzez przejęcia, czy też grupa zbuduje biznes od podstaw. Dotychczas region bałtycki był obsługiwany przez PZU Lietuva.

Usługi finansowe

**KRUK (Kupuj)**

Cena bieżąca: 48,6 PLN

Cena docelowa: 59,4 PLN

Analityk: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2012-03-29

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody ogółem	164,3	274,0	66,8%	361,3	31,9%	411,9	14,0%	Liczba akcji (mln)	17,1
Zakupy wierzytelności	118,1	230,4	95,1%	321,7	39,6%	372,5	15,8%	MC (cena bieżąca)	831,6
Inkaso	44,1	41,0	-7,0%	34,7	-15,2%	31,5	-9,4%	Free float	59,5%
Marża pośrednia	74,7	143,7	92,2%	186,2	29,6%	212,4	14,1%		
Zysk brutto	35,6	68,5	92,5%	85,4	24,6%	101,3	18,6%		
Zysk netto	36,1	66,2	83,5%	82,7	25,0%	95,2	15,1%		
ROE	31,6%	35,9%		29,6%		25,8%		Zmiana ceny: 1m	7,8%
P/E	20,6	12,4		10,1		8,8		Zmiana ceny: 6m	15,7%
P/BV	5,7	3,4		2,6		2,0		Zmiana ceny: 12m	
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	50,9
Dywidenda (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	32,0



Naszym zdaniem, dzięki rekordowo wysokim zakupom wierzytelności w 2011 na poziomie 564 mln PLN, +193% R/R, Kruk jako jedyna spółka w ramach naszego sektora finansowego dostarczy znaczący, 25% wzrost zysku netto w 2012 do 82,7 mln PLN. Co więcej, uważamy, że dalsza, poza Rumunię ekspansja zagraniczna pozwoli nie tylko zdywersyfikować źródła przychodów, ale również utrzymać wysoką rentowość kapitałów własnych na poziomie powyżej 20%. Na naszej prognozie zysku netto na 2012, Kruk jest notowany na atrakcyjnym poziomie wskaźnika P/E w wysokości 10,1x, czyli z 11% dyskontem do grupy pięciu porównywalnych spółek zagranicznych oraz z 26% dyskontem do Intrum Justitia, jedynej spółki z grupy porównawczej prowadzącej działalność w Europie, w tym m.in. w Polsce i Czechach. Podtrzymujemy rekomendację Kupuj oraz 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 59,4 PLN.

Kruk zamierza dokonać pierwszej inwestycji na Węgrzech jeszcze w tym roku

W rozmowie z Parkietem, Prezes Kruka, Piotr Krupa, poinformował, że spółka jeszcze w tym roku zamierza dokonać pierwszej inwestycji zakupu wierzytelności na Węgrzech, pomimo dużej zmienności w kursie forinta. 15 marca 2012 uzyskał zgodę Węgierskiej Komisji Nadzoru Finansowego na przejęcie SH Money, spółki, która posiada licencję na zakup wierzytelności na tamtejszym rynku. Prezes ocenia, że rynek węgierski znajduje się na bardzo wczesnym etapie rozwoju, ponieważ brakuje tam firm windykacyjnych chętnych odkupować od banków portfele nieregularnych kredytów. W naszych prognozach dla Kruka na 2012, oczekujemy tylko symbolicznej inwestycji na Węgrzech, czyli zakupu 1-2 portfeli w sumie o wartości godziwej na poziomie 10 mln PLN. Uważamy, że inwestycje te mogą zmaterializować się w drugiej połowie roku.

Kruk startuje w przetargach na zakup wierzytelności o łącznej wartości ponad 4 mld PLN

Prezes Kruka, Piotr Krupa, powiedział w wywiadzie dla PAP, że spółka obecnie bierze udział w przetargach na zakup wierzytelności detalicznych o łącznej wartości nominalnej 3,0-3,5 mld PLN w Polsce (wartych 300-400 mln PLN), ok. 1 mld PLN w Rumunii (wartych poniżej 100 mln PLN) oraz ok. 250 mln PLN w Czechach. Odnośnie rynku polskiego, Prezes dodał, że są to przede wszystkim 3-4 duże portfele oraz sporo mniejszych. W końcu Prezes przypomniał, że spółka jest w trakcie emisji 4-letnich obligacji o wartości 70 mln PLN. Jeżeli to emisja zakończy się sukcesem, wskaźnik długu netto do kapitałów wyniesie ok. 1,9-2,0x względem maksymalnego poziomu wyznaczonego na 2,5x oraz względem 1,9x po 4Q 2011. W naszych prognozach zakładamy, że polski rynek zakupów wierzytelności w wartości nominalnej wzrośnie w tym roku o 3% do 9,0 mld PLN, ale spadnie o 2% do 1,2 mld PLN w wartości godziwej. Odnośnie rynku rumuńskiego, spodziewamy się 18% spadku do 2,0 mld PLN w wartości nominalnej oraz o 6% do 184 mln PLN w wartości godziwej. W końcu w Czechach prognozujemy wzrost o 9% do 1,2 mld PLN w wartości nominalnej i 9% do 234 mln PLN w wartości godziwej.

Kruk domknął emisję obligacji o wartości 70 mln PLN

Kruk poinformował, że emisja niezabezpieczonych obligacji w wysokości 70 mln PLN doszła do skutku. Kruk przekazał informacje o zamiarze emisji tych obligacji (serii M1) 13 lutego 2012.

Kruk planuje emisję obligacji do 50 mln PLN

Kruk poinformował, że 8 marca jego Zarząd podał uchwałę w przedmiocie emisji

niezabezpieczonych 4-letnich obligacji w wysokości do 50 mln PLN. Celem emisji jest pozyskanie środków w celu finansowania nabycia pakietów wierzytelności. Oprocentowanie obligacji zostało wyznaczone na 3M WIBOR plus marża w wysokości 440 p.b.

Kruk ma nowy kredyt z BZ WBK

Kruk poinformował, że podpisał aneks do umowy kredytu rewolwingowego z BZ WBK w ramach którego otrzymał kredyt dodatkowy w wysokości 60 mln PLN. Środki mają być przeznaczone na zakup pakietów wierzytelności do wartości 70% ich ceny nabycia. Ostateczny termin spłaty kredytu dodatkowego to 6 marca 2013. Dodatkowo aneks wydłuża ostateczny termin spłaty pierwszego kredytu (na 80 mln PLN) z 31 marca 2014 do 28 lutego 2015. Powyższa informacja niesie ze sobą dwie konkluzje. Po pierwsze Kruk nadal jest w stanie pozyskać finansowanie z kanału bankowego, czyli jego finansowanie nie opiera się wyłącznie na emisji obligacji. Po drugie, powyższa informacja może oznaczać, że Kruk jest bliski nabycia znacznego portfela wierzytelności o wartości 80-90 mln PLN.

14,1 mln PLN zysku netto w 4Q 2011, 29% więcej niż prognozowaliśmy

Kruk zaraportował wyniki za 4Q 2011 z zyskiem netto na poziomie 14,1 mln PLN (+90% R/R oraz +8% Q/Q). Wynik okazał się o 29% wyższy niż nasza prognoza na poziomie 10,9 mln PLN. Głównym powodem pozytywnego zaskoczenia są wyższe niż prognozowaliśmy przychody w segmencie zakupów wierzytelności (11% powyżej naszych prognoz); w mniejszym stopniu również z powodu lepszego wyniku na działalności finansowej (dzięki pozytywnym różnicom kursowym).

W styczniu spółka zakomunikowała, że w wynikach za 4Q 2011 utworzy rezerwę na podatek od czynności cywilnoprawnych w wysokości 5,6 mln PLN (przy czym 3,9 mln PLN odnosiło się do działalności w 2011, a 1,7 mln PLN do działalności w latach poprzednich). W naszych prognozach całość tej kwoty uwzględniliśmy w linii pozostała działalność operacyjna, podczas gdy spółka zaksięgowala ją w kosztach bezpośrednich i pośrednich w segmencie zakupów wierzytelności.

W 4Q 2011 Kruk wydał 141 mln PLN na zakup portfeli, o 22% więcej niż prognozowaliśmy. Spółka zakupiła wierzytelności o wartości nominalnej na poziomie 1 351 mln PLN, co oznacza, że średnia cena zakupu wyniosła 10,4% względem 17,3% w 3Q 2011 oraz 12,6% w całym 2011. Naszym zdaniem relatywnie niska cena w 4Q 2011 wynika z faktu, że udział inwestycji w Rumunii był wyższy niż w 3Q 2011 oraz w całym 2011. Szacujemy, że inwestycje w Rumunii wyniosły 46 mln PLN (+149% Q/Q), w Polsce 57 mln PLN (+38% Q/Q), a w Czechach 38 mln PLN.

Spłaty z portfeli w 4Q 2011 wyniosły 107 mln PLN (+18% Q/Q oraz +84% R/R) i były o 9% wyższe niż oczekiwaliśmy. Wartość portfeli na bilansie spółki na koniec 2011 ukształtowała się na poziomie 719 mln PLN (+18% Q/Q oraz +173% R/R).

Przychody ogółem wzrosły o 25% Q/Q i 90% R/R do 83,4 mln PLN i okazały się o 8% wyższe niż nasza prognoza. Powodem pozytywnego zaskoczenia był segment zakupów wierzytelności, w którym przychody zwiększyły się o 34% Q/Q i 122% R/R do 73,2 mln PLN i stanowią już 88% przychodów ogółem. Saldo przychodów z tytułu aktualizacji wyceny portfeli wyniosło 8 mln PLN i były o 3 mln PLN wyższe Q/Q. Uważamy, że częściowo było to związane z osłabieniem Q/Q PLN względem RON na koniec grudnia 2011. Przychody z inkasa wyniosły 10 mln PLN i spadły o 4% Q/Q i 1% R/R.

Koszty bezpośrednie i pośrednie ogółem wzrosły o 44% Q/Q i 78% R/R do 46 mln PLN i okazały się wyższe niż nasza prognoza o 22%. Większość negatywnego zaskoczenia w segmencie zakupów wierzytelności wynika z uwzględnienia w tej linii rezerwy na podatek od czynności cywilnoprawnych. Reszta różnicy naszym zdaniem wynika z większej skali działalności spółki w segmencie zakupów wierzytelności, co jest widoczne zarówno w wyższych spłatach jak i przychodach. Koszty w segmencie inkasa obniżyły się o 10% Q/Q oraz 21% R/R do 5 mln PLN i okazały się o 16% niższe niż prognozowaliśmy.

Koszty ogólnego zarządu wzrosły o 17% Q/Q do 13,4 mln PLN i naszym zdaniem jest to związane ze zwyczajową sezonowością 4Q.

W podziale na segmenty geograficzne, Kruk odnotował dynamiczny wzrost przychodów w Polsce (+25% Q/Q do 57,6 mln PLN) po słabym wyniku za 3Q 2011. Z drugiej strony, przychody z rynków zagranicznych (głównie Rumunia) spadły o 24% Q/Q do 25,8 mln PLN z powodu wysokiej bazy poprzedniego kwartału. Pod kątem marżowości, niezmiennie rynki zagraniczne pozostają znacznie wyżej (ok. dwukrotnie) zyskowe niż działalność w Polsce.

Strata netto na działalności finansowej wyniosła 8,5 mln PLN i zmniejszyła się o 12% Q/Q, pomimo wzrostu długu netto o 23% Q/Q do 441 mln PLN. Powodem tego jest rozpoznanie w wynikach 4Q 2011 pozytywnych różnic kursowych w wysokości 1,7 mln PLN, podczas gdy w 3Q 2011 spółka odnotowała negatywne różnice kursowe na poziomie 2,7 mln PLN.

Na koniec 2011 wskaźnik długu netto do kapitałów własnych wyniósł 185%, co oznacza przyrost z 160% na koniec 3Q 2011 i z 77% na koniec 2010. Wskaźnik długu brutto do EBITDA gotówkowej wyniósł 225% względem 208% na koniec 3Q 2011 i 97% na koniec 2010.

Kruk chce zreorganizować obszar finansowania konsumentów

Kruk zwołał Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie na 23 kwietnia 2012 w celu uzyskania zgody

akcjonariuszy na reorganizację grupy. Zarząd proponuje wydzielenie zorganizowanej części przedsiębiorstwa w postaci obszaru finansowania konsumentów na rzecz spółki zależnej Novum Finance sp. z o.o., w której Kruk posiada 100% udziałów. Obszar finansowania konsumentów stanowi wyodrębnioną pod względem organizacyjnym, finansowym i funkcjonalnym część działalności biznesowej Kruk realizującą funkcje sprzedaży pożyczek konsumenckich, kierowanych do osób z pozytywną historią spłaty zadłużenia w grupie Kruk. Planowana reorganizacja spółki polegać będzie na przeniesieniu części przedsiębiorstwa obszaru finansowania konsumentów, obejmującego portfel udzielonych pożyczek konsumenckich oraz infrastrukturę wraz z pracownikami obszaru finansowania konsumentów jako zorganizowanej części przedsiębiorstwa do spółki zależnej Novum Finance sp. z o.o. W konsekwencji, dotychczasowa działalność obszaru finansowania konsumentów będzie kontynuowana w ramach spółki zależnej.

Paliwa, chemia

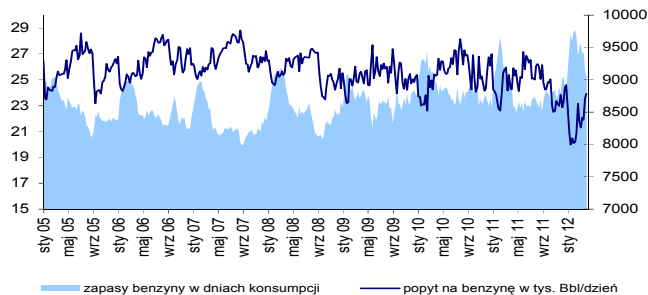
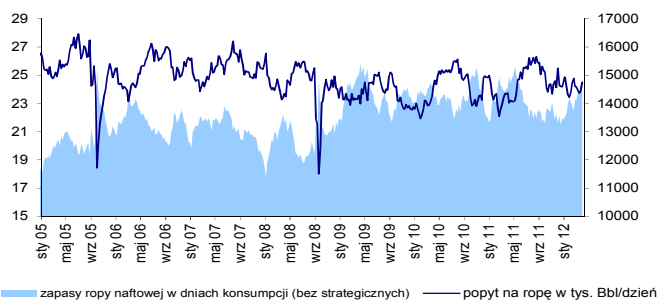
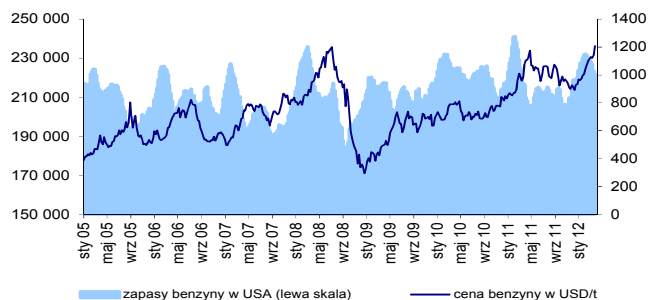
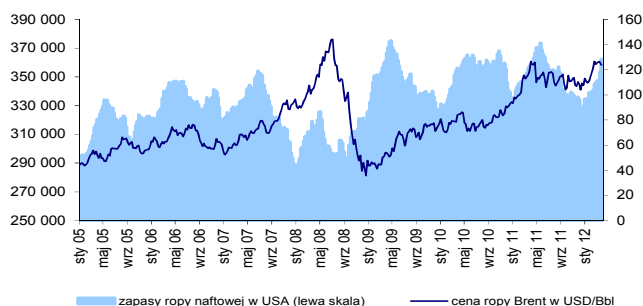
Zwiększenie dostaw z terminali bałtyckich kosztem Przyjaźni

Transneft opublikował harmonogram eksportowy, według którego w kwietniu o 30% ma wzrosnąć wielkość dostaw rosyjskiej ropy przez terminale nad Bałtykiem. Jest to głównie efekt uruchomienia portu w Ust-ludze, na który zostanie przekierowana część ropy transportowana do tej pory rurociągiem Przyjaźń. Terminale mają w kwietniu wysłać 7,2 mln ton ropy, podczas gdy jeszcze w 4Q średnio eksportowano (tylko przez Primorsk) około 6,4 mln ton. Przez Przyjaźń przesłane zostanie około 4,1 mln ton vs. 5 mln ton w poprzednich miesiącach. Zmiany kierunków eksportu powodują większą podaż ropy Ural na Bałtyku co tymczasowo poszerza dyferencjał Ural/Brent. Z punktu widzenia Orlenu, na razie nie ma zagrożenia całkowitego wstrzymania dostaw rurociągiem gdyż Spółka posiada kontrakty długoterminowe z gwarancją dostaw na 12 mln ton rocznie, ale umowy na 9,6 mln ton wygasają z końcem tego roku.

Mocny wzrost zapasów ropy

Zapasy ropy w USA wzrosły w ostatnim miesiącu aż o 17,5 mln baryłek, czyli 5,1 do poziomów najwyższych od czerwca ubiegłego roku. Poziom rezerw odpowiada 24 dniom konsumpcji, co kształtuje się 8,6% powyżej średniej 5-letniej. Nadbudowanie rezerw było możliwe z uwagi na nieznaczny spadek przerobu w rafineriach (wskaźnik wykorzystania mocy spadł o 0,2 punktu procentowego), nieznaczny wzrost importu surowca (+0,9%) oraz 1% wzrost wydobycia z amerykańskich pól naftowych. Po stronie popytowej odnotowaliśmy sezonowy wzrost konsumpcji benzyny (+2,5% m/m) i stabilną konsumpcję pozostałych paliw. Zmniejszyły się więc trochę ujemne dynamiki r/r, które dla benzyny wynoszą -3,8% (-6,7% przed miesiącem), średnich destylatów -5% (-5,1% poprzednio), a paliw ogółem -4,7% (poprzednio -6,2%). Nadal jednak te dane nie zapowiadają realizacji prognozy IEA, która dla rynku amerykańskiego zakładała w tym roku spadek popytu tylko o 0,4%.

Zapasy ropy i benzyny w USA



Źródło: opracowanie DI BRE na podstawie Departamentu Energii



Ciech (Kupuj)

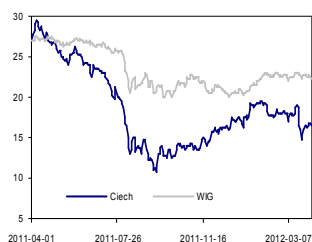
Cena bieżąca: 16,4 PLN

Cena docelowa: 21,5 PLN

Analityk: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2012-01-16

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 960,3	4 174,5	5,4%	4 359,8	4,4%	4 186,9	-4,0%	Liczba akcji (mln)	52,7
EBITDA	382,0	340,8	-10,8%	429,5	26,0%	472,2	9,9%	MC (cena bieżąca)	864,3
marża EBITDA	9,6%	8,2%		9,9%		11,3%		EV (cena bieżąca)	2 053,6
EBIT	144,2	118,7	-17,7%	189,7	59,8%	217,5	14,6%	Free float	55,9%
Zysk netto	20,5	1,5	-92,7%	71,7	4678,4%	94,6	32,0%		
P/E	22,4	576,2		12,1		9,1		Zmiana ceny: 1m	-3,5%
P/CE	1,8	3,9		2,8		2,5		Zmiana ceny: 6m	20,9%
P/BV	0,6	0,7		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-43,4%
EV/EBITDA	5,1	5,7		4,8		4,2		Max (52 tyg.)	29,5
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	10,8



Wyniki za 4Q przyniosły duże rozczarowanie zarówno w segmencie organicznym, jak i sodowym, gdzie odnotowaliśmy znaczny komponent zdarzeń jednorazowych. Zostało to już jednak zdyskontowane przez kurs akcji i obecnie dostrzegamy kilka pozytywnych katalizatorów. Zarząd zapowiedział znaczną poprawę rezultatów w 1Q i szybszą publikację raportu kwartalnego. Według naszych wstępnych szacunków EBITDA może sięgnąć około 80 mln PLN (oczyszczona o zapowiadany odpis na niemiecką elektrociepłownię 100 mln PLN) wobec 74 mln PLN w 4Q (oczyszczona 42 mln PLN). Wzrost na wynikach skorygowanych o one-offy powinien wynikać z wyższych marż na TDI i podwyżek cen sody. Dodatkowym wsparciem dla kursu mogą być kolejne prasowe doniesienia o możliwej dezynwestycji Zachemu, którą zapowiadał prezes na konferencji wynikowej za 4Q. Ciech mimo koniecznej korekty tegorocznych prognoz nadal naszym zdaniem oferuje potencjał wzrostu kursu i dlatego utrzymujemy rekomendację kupuj.

Wyniki 4Q znacznie słabsze od oczekiwań, pozytywne one-offy

W 4Q'2011 Ciech zanotował znacznie słabsze wyniki od naszych szacunków i rynkowego konsensusu. Na poziomie operacyjnym zysk wyniósł zaledwie 16,4 mln PLN (oczekiwania 35 mln PLN) i to mimo zaksięgowania 35 mln PLN zysku na kawernach w segmencie sodowym. EBIT tego kluczowego obszaru tylko dzięki temu zabiegowi był bliski naszych prognoz (50,1 mln PLN vs. 48,5 mln PLN), co stanowi spore rozczarowanie szczególnie w kontekście wysokiego w 4Q kursu EUR/PLN. Częściowo za to odchylenie na wyniku oczyszczonym odpowiada słabszy rezultat w niemieckich zakładach. Drugim powodem negatywnego zaskoczenia w 4Q jest segment organiczny, gdzie mimo zaksięgowania 30 mln PLN dyskonta na dostawach strata operacyjna sięgnęła -32,6 mln PLN (oczekiwaliśmy -13 mln PLN). Pozostałe segmenty również wypadły słabiej od prognoz, krzemiany zanotowały EBIT 1,3 mln PLN (prognoza 2,9 mln PLN), a agrochemia 3,8 mln PLN (prognoza 7,4 mln PLN). Na poziomie działalności finansowej saldo było tylko nieznacznie gorsze od naszych szacunków (-24,7 mln PLN vs. -22 mln PLN), ale dodatkowo skonsolidowany wynik netto obniżyła strata na działalności zaniechanej -11,7 mln PLN (Spółka uwzględniła w tej kategorii zamykane obszary działalności, głównie w Zachemie i ta strata to efekt kosztów tego procesu). Przepływy operacyjne były w 4Q ujemne (-24,6 mln PLN), co przy nakładach inwestycyjnych rzędu 117 mln PLN spowodowało wzrost długu netto do 1,07 mld PLN.

Zapowiedź dobrych wyników za 1Q

Zarząd Ciechu zamierza przyspieszyć publikację wyników za 1Q, gdyż uważa że może pochwalić się znaczną poprawą rezultatów. Według naszych wstępnych szacunków znacząca poprawa wyniku EBITDA q/q raczej nie będzie możliwa ze względu na zdarzenia jednorazowe, ale wydzwięk rezultatów 1Q po oczyszczeniu powinien być pozytywny. Prognozujemy, że EBITDA sięgnie 75-80 mln PLN (73,6 mln PLN w 4Q) i będzie obciążona negatywnym wpływem odpisu na aktywach przejętej elektrociepłowni w Niemczech (-5 mln EUR). Kontrybucja samej elektrociepłowni powinna sięgnąć +1,5 mln EUR (nie licząc odpisu). Należy pamiętać, że dodatkowo bazę 4Q zawyżają zyski ze sprzedaży kawern (21 mln PLN) oraz całoroczny upust na dostawy aminy (około 30 mln PLN). Te ubytki powinny zostać zneutralizowane przez wyższe ceny sody, poprawę marż na TDI (około 15 mln PLN) oraz tradycyjną kontrybucję ze sprzedaży środków ochrony roślin.

Chińczycy zainteresowani Zachemem?

Parkiet donosi, że chińska Grupa Wanhua (m.in. właściciel Borsodchemu) jest zainteresowana przejęciem Zachemu i zainwestowaniem w produkcję TDI w Polsce. Ciech na razie nie komentuje tych informacji, choć Prezes na konferencji wynikowej za 4Q wskazywał, że Spółka otrzymała pierwszą ofertę i ją analizuje. Przypominamy, że nawet jeśli potencjalny inwestor kupiłby ten podmiot za złotówkę to z jednej strony spadłby dług, a z drugiej wzrosłaby EBITDA



bo Zachem wygenerował w 2011 60 mln PLN straty EBITDA. Obrazowo wyglądałoby to więc tak: jeśli wyceniamy Ciech na 5x EBITDA to EV wzrosłaby o 300 mln PLN, a dodatkowo mniejszy o 200 mln PLN dług oznaczałby że MCAP powinien wzrosnąć o 500 mln PLN, czyli 9 złotych na akcję. Nawet jeśli ten inwestor nie przejąłby zobowiązań Zachemu, to brak konsolidacji strat implikowałby wzrost kapitalizacji o 5,5 PLN na akcję.



Lotos (Redukuj)

Cena bieżąca: 28,89 PLN

Cena docelowa: 21,6 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2012-03-05

(mln PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	19 680,5	29 258,5	48,7%	33 863,2	15,7%	30 723,7	-9,3%	Liczba akcji (mln)	129,9
EBITDA	1 451,3	1 608,8	10,9%	1 342,1	-16,6%	1 630,9	21,5%	MC (cena bieżąca)	3 752,0
marża EBITDA	7,4%	5,5%		4,0%		5,3%		EV (cena bieżąca)	11 251,7
EBIT	1 061,4	1 016,5	-4,2%	651,3	-35,9%	854,9	31,3%	Free float	46,8%
Zysk netto	679,2	653,8	-3,7%	420,9	-35,6%	541,4	28,6%		
P/E	5,5	5,7		8,9		6,9		Zmiana ceny: 1m	16,7%
P/CE	3,5	3,0		3,4		2,8		Zmiana ceny: 6m	17,9%
P/BV	0,5	0,5		0,4		0,4		Zmiana ceny: 12m	-40,4%
EV/EBITDA	6,7	6,7		8,4		6,5		Max (52 tyg.)	49,4
Dyld (%)	0,0	0,0		0,0		2,2		Min (52 tyg.)	21,3



Otoczenie makro w sektorze w marcu uległo znacznej poprawie, nie tylko dzięki skokowemu wzrostowi dyferencjału (efekt uruchomienia przez Rosjan nowego terminala i zwiększenia planów eksportowych na 2Q), ale również, co było większym zaskoczeniem, wyższym marżom produktowym. Dodatkowo notowaniom Lotosu sprzyjało umocnienie złotego (każde 10% na kursie USD/PLN zmienia dług netto o 700 mln PLN, czyli 18% kapitalizacji Spółki). W naszej opinii czynniki stojące za poprawą makro w rafinerii nie są trwałe i dlatego Lotos ze swoją wysoką dźwignią stanowi w takim otoczeniu inwestycję o wysokim stopniu ryzyka (pogorszenie otoczenia może nastąpić równie szybko jak jego poprawa). Utrzymujemy więc negatywną rekomendację i uważamy, że akcje Orlenu (bezpieczniejszy bilans, wyższa płynność akcji) stanowią lepszą ekspozycję na bieżącą poprawę w sektorze.

Bez prywatyzacji w latach 2012-13

Minister skarbu poinformował, że w nowym planie resortu na rok 2012 i 2013 Lotos nie jest przeznaczony do prywatyzacji. Wiadomość negatywna gdyż może zniechęcić do spekulowania o możliwym atrakcyjnym wezwaniu np. ze strony PGNiG.

Lotos szuka sojusznika do poszukiwań gazu

Według prasowych doniesień Lotos negocjuje z amerykańską firmą Calenergy Resources warunki współpracy przy realizacji wspólnego projektu badawczo-eksploatacyjnego na bałtyckich gazowych koncesjach koncernu. Na razie w grę wchodzi rozpoznanie potencjału złóż konwencjonalnych i łupkowych na Bałtyku. Grupa Lotos jest mocno zaangażowana finansowo w projekty wydobywcze w Norwegii i na Litwie. Potrzebuje partnera, który wsparłby ten projekt finansowo. Potrzebna jest kwota od 200 do 700 mln zł. Negocjacje mają się zamknąć do końca czerwca. Calenergy to koncern o przychodach rzędu 11 mld USD rocznie i zysku netto 1,3 mld USD, głównie koncentrujący się na działalności w obszarze energetyki. Posiada również jeden projekt gazowy w Polsce wspólnie z FX Energy. Nie wydaje nam się aby na tym etapie ewentualne joint venture Lotosu z tym partnerem dotyczące gazowych koncesji na Bałtyku miało materialne przełożenie na wartość polskiej spółki.



PGNiG (Redukuj)

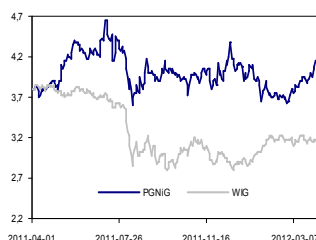
Cena bieżąca: 4,12 PLN

Cena docelowa: 3,69 PLN

Analityk: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2012-01-16

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	21 281,2	23 003,5	8,1%	26 649,4	15,8%	29 195,9	9,6%	Liczba akcji (mln)	5 900,0
EBITDA	4 411,4	3 259,6	-26,1%	3 894,7	19,5%	6 676,7	71,4%	MC (cena bieżąca)	24 308,0
marża EBITDA	20,7%	14,2%		14,6%		22,9%		EV (cena bieżąca)	31 941,5
EBIT	2 886,7	1 685,5	-41,6%	1 740,0	3,2%	4 325,1	148,6%	Free float	27,4%
Zysk netto	2 453,7	1 626,8	-33,7%	967,6	-40,5%	2 899,7	199,7%		
P/E	9,9	14,9		25,1		8,4		Zmiana ceny: 1m	9,9%
P/CE	6,1	7,6		7,8		4,6		Zmiana ceny: 6m	3,5%
P/BV	1,0	1,0		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	7,6%
EV/EBITDA	5,7	8,5		8,2		4,7		Max (52 tyg.)	4,6
Dyid (%)	0,5	2,9		2,1		2,0		Min (52 tyg.)	3,6



PGNiG zaskoczyło bardzo dobrymi wynikami segmentu obrotu w 4Q, co skłania nas do podwyższenia prognoz na rok 2012 o około 225 mln PLN. Zwracamy jednak uwagę, że pojawiające się na rynku oczekiwania co do znacznego wzrostu udziału tańszego gazu z Europy Zachodniej kosztem kontraktów oil-linked nie będzie możliwe z uwagi na kontrakty take-or-pay. Nie można się już także spodziewać tak istotnej pozytywnej kontrybucji z instrumentów zabezpieczających. Uważamy również, że niektóre pojawiające się prognozy wzrostu wyników w roku 2013 o ponad 4 mld PLN na poziomie EBITDA są mało realne (nawet przy uwzględnieniu braku straty na obrocie, oznaczałyby że kontrybucja do zysków z rosnących wolumenów wydobycia węglowodorów znacznie przekroczy dodatkowe przychody z tego tytułu). W tym kontekście utrzymujemy negatywną rekomendację.

Duże pozytywne zaskoczenie na obrocie w 4Q

Wyniki kwartalne PGNiG okazały się istotnie lepsze od naszych oczekiwań i rynkowego konsensusu. Głównym powodem zaskoczenia jest segment obrotu, gdzie mimo szacowanej przez nas wysokiej jednostkowej straty na handlu gazem z importu i niskiego poboru tańszego gazu z magazynów, strata operacyjna wyniosła tylko -300 mln PLN, podczas gdy my prognozowaliśmy -830 mln PLN. Wynik na zabezpieczeniach ujęty w rachunku wyników wyniósł +220 mln PLN vs. zakładane przez nas 270 mln PLN. W segmencie wydobywczym EBIT również okazał się wyższy od naszych szacunków (328 mln PLN vs. zakładane 250 mln PLN), a odchylenie wynika z mniejszego niż obserwowany historycznie sezonowego wzrostu kosztów w tym obszarze. W segmencie dystrybucji nie zanotowaliśmy odchylenia (EBIT 289 mln PLN vs. zakładane 286 mln PLN). Saldo na działalności finansowej wyniosło -65 mln PLN (zakładaliśmy -10 mln PLN), co prawdopodobnie jest związane z wyższymi ujemnymi różnicami kursowymi w spółce norweskiej. Ta różnica została jednak zneutralizowana odwróceniem odpisów aktualizujących wartość udziałów w EuroPolGazie w kwocie 42,9 mln PLN. Ostatecznie zysk netto okazał się znacznie wyższy od naszych oczekiwań. Na poziomie operacyjnych przepływów pieniężnych Spółka wygenerowała 626 mln PLN gotówki, ale przy nakładach inwestycyjnych rzędu 1,1 mld PLN i wypłaceniu dywidendy (677 mln PLN) zanotowała wzrost długu netto do 3,5 mld PLN.

Powody tak znacznego odchylenia w wynikach 4Q

W 4Q głównym źródłem pozytywnego zaskoczenia w stosunku do naszych prognoz był segment obrotu, który wypracował stratę niższą o 530 mln PLN. Częściowo odpowiadał za to zaksięgowany zwrot nadpłaty za przesył uzyskany od EuRoPolGazu (87 mln PLN), ale pozostała część to efekt niższego kosztu sprzedawanego gazu. W naszych prognozach błędnie założyliśmy, że ze względu na wykorzystanie rewersu na rurociągu jamalskim Spółka nie otrzyma już dyskonta w kontrakcie z Gazpromem, który rok wcześniej sięgnął 52 mln USD. Tymczasem mimo że wolumen gazu rosyjskiego nie osiągnął poziomów kontraktowych (9,77 mld m3) to PGNiG otrzymał upust w kwocie 55 mln USD (188 mln PLN) proporcjonalnie do poziomu przekroczenia progu take-or-pay, który wynosił 8,3 mld m3 (odebrany wolumen wyniósł 9,3 mld m3). Jednocześnie Spółka korzystała na wspomnianym rewersie (0,4 mld m3) oraz na zakupach spotowego gazu na interkonektorze w Cieszynie (0,2 mld m3). Szacujemy, że te tańsze źródła obniżyły koszty w stosunku do naszej prognozy o około 350 mln PLN.

Prognozowany portfel gazu w 2012

W 2012 roku minimalny wolumen gazu w kontrakcie jamalskim wynosi 8,7 mld m3 tak więc przy oczekiwanym zapotrzebowaniu na gaz w kraju na poziomie 14,6 mld m3, własnym wydobyciu 4,3 mld m3 i konieczności uzupełnienia magazynów (około 0,3 mld m3) z pozostałych źródeł PGNiG może pozyskać 1,9 mld m3. Potencjalnie z „tańszych” źródeł dostępnych jest 2,3 mld m3 w ramach rewersu na „Jamale” oraz 0,55 mld m3 w ramach dostaw na połączeniu w Cieszynie. Uwzględniając fakt, że ceny spotowe z kierunku niemieckiego wynoszą obecnie

około 340 USD/tys. m3, widzimy konieczność podniesienia naszych prognoz EBIT dla segmentu obrotu na ten rok o około 225 mln PLN, przy założeniu utrzymania się obecnego kursu USD/PLN i naszego scenariusza spadku cen ropy do 100 USD w drugiej połowie roku. Zwracamy jednocześnie uwagę, że w 4Q wyniki obrotu zostały wsparte 220 mln PLN z instrumentów zabezpieczających. Na koniec grudnia wycena nierozliczonych jeszcze otwartych pozycji wynosiła 170 mln PLN, z czego 160 mln PLN stanowiły kontrakty walutowe. Kurs USD/PLN na koniec roku wynosił 3,42 a dla EUR/PLN 4,42, podczas gdy średnie dla 1Q wynoszą odpowiednio 3,25 i 4,25. Według naszych obliczeń na podstawie danych z raportu rocznego PGNiG średnie ważone kursy wykonania instrumentów zabezpieczających wydatki w USD i EUR w 1Q wynosiły odpowiednio 3,28 (835 mln USD) i 4,40 (110 mln EUR). W tym kontekście kontrybucja hedgingu może być w tym okresie nawet lekko ujemna (30% kontraktów dolarowych to kontrakty forward, pozostała część to opcje w przypadku EUR forward-y stanowią 46%).

Plany kolejnej emisji obligacji

PGNiG w ciągu 3-4 miesięcy opracuje dokumentację związaną z nowym programem emisji obligacji krajowych o wartości do 5 mld PLN. Do czerwca Spółka chciałaby w ramach programu wyemitować papiery o wartości 2 mld PLN. Na koniec 4Q dług netto wynosił 3,5 mld PLN, ale po uwzględnieniu przeprowadzonej akwizycji aktywów Vattenfalla i emisji euroobligacji, zadłużenie na koniec 1Q może przekroczyć 8 mld PLN. Zapowiedź kolejnej emisji na 2 mld PLN sugeruje dalszy jego wzrost w 2012 roku (w naszych prognozach zakładaliśmy, że na koniec grudnia dług netto sięgnie 7,6 mld PLN).

Nowy prezes Zarządu

Rada nadzorcza PGNiG powołała Panią Grażynę Piotrowską-Oliwę na stanowisko prezesa Spółki. Od czerwca zeszłego roku Grażyna Piotrowska-Oliwa pełniła funkcję Członka Zarządu ds. sprzedaży w PKN Orlen. Wcześniej, od marca 2007 r. do września 2009 r., była prezesem Zarządu PTK Centertel, a od listopada 2010 r. pracowała jako doradca w sektorze private equity.

LMG gotowe jeszcze w tym roku?

PBG poinformowało na telekonferencji, że prawdopodobnie kontrakt na budowę kopalni LMG dla PGNiG zostanie ukończony 6 miesięcy przed terminem. Prognozy wydobywania ropy przez PGNiG uwzględniają uruchomienie wydobywania ropy z LMG w kwietniu 2013. Jeśli uda się oddać kopalnię pod koniec tego roku, to realne jest podniesienie szacunków na 2013 z 0,75 mln ton do 0,9 mln ton. Przy dzisiejszych cenach oznaczałoby to dodatkowe 420 mln PLN przychodów.



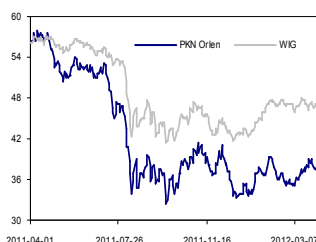
PKN Orlen (Trzymaj)

Cena bieżąca: 37,31 PLN Cena docelowa: 39 PLN

Analitik: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2011-11-17

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	83 547,4	106 973,1	28,0%	102 913,0	-3,8%	101 015,2	-1,8%	Liczba akcji (mln)	427,7
EBITDA	5 545,7	4 446,4	-19,8%	4 001,2	-10,0%	4 369,7	9,2%	MC (cena bieżąca)	15 957,8
marża EBITDA	6,6%	4,2%		3,9%		4,3%		EV (cena bieżąca)	24 972,6
EBIT	3 123,0	2 066,5	-33,8%	1 545,6	-25,2%	1 883,6	21,9%	Free float	72,5%
Zysk netto	2 371,7	2 363,4	-0,4%	1 196,2	-49,4%	1 432,3	19,7%		
P/E	6,7	6,8		13,3		11,1		Zmiana ceny: 1m	6,4%
P/CE	3,3	3,4		4,4		4,1		Zmiana ceny: 6m	1,4%
P/BV	0,7	0,7		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-35,1%
EV/EBITDA	4,8	5,9		6,2		5,5		Max (52 tyg.)	57,9
Dyield (%)	0,0	0,0		7,9		4,0		Min (52 tyg.)	32,3



Otoczenie makro w sektorze w marcu uległo znacznej poprawie, nie tylko dzięki skokowemu wzrostowi dyferencjału (efekt uruchomienia przez Rosjan nowego terminala i zwiększenia planów eksportowych na 2Q), ale również, co było większym zaskoczeniem, wyższymi marżami produktowym. Prawdopodobnie czynniki, które za to odpowiadają mają charakter krótkoterminowy (przestoje w rafineriach i problemy niektórych z finansowaniem kapitału obrotowego), ale póki się utrzymują kurs akcji Orlenu może na tym korzystać. Dodatkowym argumentem jest znaczne odbicie marż petrochemicznych, które zapowiadają dobry 1Q (również w części nawozowej), nie tylko ze względu na dodatnie przeszacowania zapasów i zobowiązań walutowych. Na razie jednak nie zakładamy utrzymania się tak korzystnych warunków otoczenia w całym roku, stąd rekomendacja trzymaj i wycena akcji pozostają bez zmian.

Odpisy w raporcie rocznym i rekomendacja braku dywidendy

PKN Orlen w raporcie rocznym dokonał odpisów aktualizujących aktywa trwałe na poziomie 1,2 mld PLN, które głównie dotyczyły Grupy Anwil i Unipetrol (segment petrochemiczny). Tym samym roczny EBIT spadł w stosunku do raportu za 4Q z 3,254 mld PLN do 2,066 mld PLN, a zysk netto z 3,188 mld PLN do 2,363 mld PLN. Jednocześnie Zarząd zarekomendował niewypłacanie dywidendy z zysku za rok 2011. Same księgowe odpisy nie wpływają na naszą wycenę. Zakładaliśmy, że mogą one obniżyć podstawę do dywidendy, ale rekomendacja Zarządu w tej sprawie jest negatywnym zaskoczeniem. Oczywiście ostateczna decyzja należy do WZA. Rada nadzorcza wyda swoją opinię w kwietniu. Wydaje się, że dywidenda jest prawdopodobna, choć zapewne niższa niż dotychczasowe 2,0 PLN/akcję oczekiwane przez rynek.

Sprzedaż zapasów obowiązkowych

PKN Orlen poinformował o sprzedaży transzy zapasów obowiązkowych za kwotę 403 mln USD na okres 1 roku. Partnerem tej transakcji jest Royal Bank of Scotland. Informacja oznacza, że w 1Q na poziomie bilansu Spółka nie zanotuje wzrostu zadłużenia netto w związku z odkupieniem na początku stycznia innej transzy zapasów obowiązkowych sprzedanej w identycznej formule umowy biletowej. W tym kontekście wiadomość pozytywna, gdyż rynek zakładał że nie uda się przeprowadzić takiej operacji. Zwracamy jednak uwagę, że umowa biletowa zmienia tylko raportowany dług netto, a zobowiązanie z tytułu zapasów obowiązkowych należy uwzględnić przy wycenie Spółki.

Komentarz Zarządu z telekonferencji

Zarząd na konferencji dotyczącej raportu rocznego poinformował, że propozycja braku dywidendy to konserwatywne podejście związane z niepewnym otoczeniem makro oraz planowanym wzrostem inwestycji z 2,5 mld PLN w 2011 do 3 mld PLN w tym roku (wzrost to zakładane już wydatki na EC Włocławek i ewentualne nakłady na wydobywanie). Ważną informacją w kontekście przepływów pieniężnych w 1Q jest fakt przesunięcia płatności podatkowych w kwocie 0,8 mld PLN (Polkomtel i VAT z zapasów) na 2Q. Zarząd poinformował również, że przystąpił do negocjacji z Synthosem w sprawie zmiany formuły cenowej na C4 w długoterminowej umowie na dostawy tego surowca do fabryki kauczuku w Czechach. Umowa obowiązuje do 2025 roku, a w obecnych warunkach makro (deficyt frakcji C4 i butadienu) to Synthos jest beneficjentem zapisów umowy, które nie przewidywały że ceny C4 ze względu na rozwój gazu łupkowego w USA (przejście petrochemii na wsad gazowy zamiast nafty, co obniżyło uzyski C4 w branży) oderwą się od notowań nafty. Obecnie trudno powiedzieć, czy Orlen ma jakieś mocniejsze argumenty w rozmowach z Synthosem, gdyż nie znamy zapisów tego kontraktu (m.in. kar umownych).



Police (Trzymaj)

Cena bieżąca: 10,6 PLN

Cena docelowa: 10 PLN

Analitik: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2012-01-16

(mln PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	2 022,6	2 765,6	36,7%	2 647,2	-4,3%	2 409,6	-9,0%	Liczba akcji (mln)	75,0
EBITDA	79,8	336,3	321,5%	158,5	-52,9%	176,9	11,6%	MC (cena bieżąca)	795,0
marża EBITDA	3,9%	12,2%		6,0%		7,3%		EV (cena bieżąca)	944,4
EBIT	5,4	257,7	4645,0%	86,5	-66,4%	105,2	21,7%	Free float	18,1%
Zysk netto	27,4	311,9	1036,9%	76,2	-75,6%	86,2	13,2%		
P/E	29,0	2,5		10,4		9,2		Zmiana ceny: 1m	4,7%
P/CE	7,8	2,0		5,4		5,0		Zmiana ceny: 6m	1,7%
P/BV	1,4	1,0		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	-17,2%
EV/EBITDA	12,9	2,9		6,0		4,7		Max (52 tyg.)	15,3
Dyld (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	9,6



Spadek cen nawozów NPK, znaczna przecena amoniaku przy jednoczesnym wzroście cen gazu nie napawają optymizmem na najbliższe kwartały, szczególnie że Police w większym stopniu niż ZAT i ZAP są zależne od eksportu w obszarze agro. Uważamy również, że po podwyżkach cen ilmenitu i szlaki tytanowej marże na bieli tytanowej będą pod presją w 2012 roku i nie uda się powtórzyć rewelacyjnych wyników segmentu z 2011. Dodatkowym negatywnym katalizatorem mogą być zapowiedzi Zarządu dotyczące zwiększenia nakładów inwestycyjnych. W tym kontekście akcje ZCH Police nie są w naszej opinii atrakcyjne, mimo zaprezentowanych dobrych wyników za 4Q.

USDA nadal optymistycznie o popycie na zboża

Departament Rolnictwa USA (USDA) opublikował swoje miesięczne prognozy dotyczące rynku zbóż. Szacunki zapasów pszenicy na koniec sezonu 2011/12 zostały obniżone z 213 mln ton do 209,6 mln ton (konsensus prognoz 212,6 mln ton), natomiast w przypadku kukurydzy zmniejszono prognozę ze 125,4 mln ton do 124,5 mln ton (konsensus 123,5 mln ton). Ponownie mimo rosnącej podaży (podniesione prognozy w obydwu przypadkach o 1 mln ton) agencja obniżyła poziomy zapasów z uwagi na bardziej optymistyczne szacunki popytu. Nadal uważamy, że brakuje argumentów do takiego optymizmu. Zmiany w szacunkach USDA nie miały jednak istotnego przełożenia na rynek, co w przypadku pszenicy jest zrozumiałe (zapasy są na najwyższych poziomach od 10 lat więc niewielkie odchylenie od prognoz w tym przypadku trudno uznać za wsparcie dla cen).

Wyniki operacyjne powyżej oczekiwań, wzmocnione aktywnym podatkowym

Police w 4Q wypracowały o niecałe 11% wyższy EBIT od naszych szacunków, a głównym powodem odchylenia był lepszy wynik w segmencie bieli tytanowej, gdzie EBIT sięgnął 46 mln PLN vs. zakładane 31 mln PLN. W obszarze nawozowym wynik był z kolei słabszy od naszych szacunków (28,9 mln PLN vs. zakładane 41 mln PLN), ale częściowo wynika to zapewne z ujemnego salda na pozostałej działalności operacyjnej w kwocie -12 mln PLN. Na działalności finansowej nie odnotowaliśmy istotnych odchyleń, ale zysk netto został wzmocniony rozpoznaniem aktywa podatkowego w kwocie 75 mln PLN (realizacja tarczy podatkowej wynikającej z przeszłych strat). Przepływy operacyjne należy ocenić pozytywnie (+64 mln PLN) tym bardziej że zostały wypracowane przy ujemnym wpływie zmian w kapitale obrotowym (-35 mln PLN). Przy nakładach inwestycyjnych rzędu 29 mln PLN pozwoliły one na zmniejszenie długu netto do 182 mln PLN.



ZA Puławy (Redukuj)

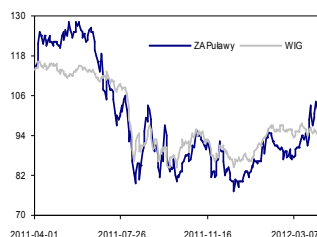
Cena bieżąca: 102 PLN

Cena docelowa: 85,54 PLN

Analityk: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2012-04-05

(mIn PLN)	2010/11	2011/12P	zmiana	2012/13P	zmiana	2013/14P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 882,3	3 440,5	19,4%	3 282,5	-4,6%	3 428,1	4,4%	Liczba akcji (mln)	19,1
EBITDA	430,8	332,5	-22,8%	343,1	3,2%	333,2	-2,9%	MC (cena bieżąca)	1 949,7
marża EBITDA	14,9%	9,7%		10,5%		9,7%		EV (cena bieżąca)	1 933,7
EBIT	344,9	220,5	-36,1%	221,5	0,4%	207,9	-6,2%	Free float	40,0%
Zysk netto	296,6	177,3	-40,2%	180,4	1,8%	185,8	3,0%		
P/E	6,6	11,0		10,8		10,5		Zmiana ceny: 1m	16,6%
P/CE	5,1	6,7		6,5		6,3		Zmiana ceny: 6m	22,5%
P/BV	1,0	1,0		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	-16,3%
EV/EBITDA	4,3	6,0		5,6		5,5		Max (52 tyg.)	128,1
Dyid (%)	1,0	4,6		4,5		4,6		Min (52 tyg.)	77,5



Kurs akcji ZAP mimo negatywnego zaskoczenia wysokością podwyżki cen gazu, która implikuje roczny wzrost kosztów surowca rzędu 160-170 mln PLN, w ostatnim miesiącu wzrósł na słabym rynku o 11%. Inwestorzy skupili się zapewne na perspektywie jeszcze bardzo dobrych wyników za 1Q, który według naszych szacunków może przynieść zysk netto przekraczający 200 mln PLN. Rzeczywiście bazując na prognozie na kończącym się roku 2011/12 akcje ZAP wyglądają bardzo atrakcyjnie, ale naszym zdaniem kluczem do oceny Spółki jest skala pogorszenia w kolejnym roku obrotowym, której się spodziewamy. Oczekujemy, że prognozy USDA dotyczące zapasów ziarna w sezonie 2012/13 (najwyższe od 10 lat zapasy pszenicy i rekordowe zasiewy kukurydzy) powinny zainicjować mocniejszą korektę cen zbóż, a co za tym idzie spadek cen nawozów. W takim scenariuszu nie tylko spadną rentowności w obszarze agro, ale Spółka nie będzie też mogła zastępować niskorentownej melaminy sprzedażą mocznika. Nie bez znaczenia będą także pogarszające się marże na kaprolaktamie (znacznie niższe niż w 2H'2011). W tym kontekście po ostatnich wzrostach kursu, obniżamy naszą rekomendację do redukuj.

USDA nadal optymistycznie o popycie na zboża

Departament Rolnictwa USA (USDA) opublikował swoje miesięczne prognozy dotyczące rynku zbóż. Szacunki zapasów pszenicy na koniec sezonu 2011/12 zostały obniżone z 213 mln ton do 209,6 mln ton (konsensus prognoz 212,6 mln ton), natomiast w przypadku kukurydzy zmniejszono prognozę ze 125,4 mln ton do 124,5 mln ton (konsensus 123,5 mln ton). Ponownie mimo rosnącej podaży (podniesione prognozy w obydwu przypadkach o 1 mln ton) agencja obniżyła poziomy zapasów z uwagi na bardziej optymistyczne szacunki popytu. Nadal uważamy, że brakuje argumentów do takiego optymizmu. Zmiany w szacunkach USDA nie miały jednak istotnego przełożenia na rynek, co w przypadku pszenicy jest zrozumiałe (zapasy są na najwyższych poziomach od 10 lat więc niewielkie odchylenie od prognoz w tym przypadku trudno uznać za wsparcie dla cen).

Energetyka

Energetyka na pomoc KHW?

Według doniesień Parkietu jeśli Katowicki Holding Węglowy nie zrealizuje planowanej emisji obligacji to wówczas spółki energetyczne mogą wesprzeć koncern poprzez zapłatę za dostarczany węgiel z góry. Podobno chodzi o kwotę 600 mln PLN, na którą miałyby się złożyć Tauron i Enea. Udział dostaw węgla z KHW w Tauronie wynosi 10% (około 280 mln PLN rocznie), a w Enei 35% (400 mln PLN). Realizacja takiego scenariusza oczywiście byłaby negatywna dla tych spółek i oznaczałaby zamrożenie gotówki w kapitale obrotowym u ryzykownego kontrahenta.

Projekt ustawy o odszkodowaniach za sieci przesyłowe

Minister Gospodarki prowadzi obecnie międzyresortowe konsultacje nad projektem ustawy o korytarzach przesyłowych, który przewiduje uporządkowanie prawne nieruchomości przez które przebiegają linie energetyczne, rurociągi czy sieci ciepłownicze i wodociągowe. Będzie się to wiązało z wypłatą odszkodowań dla właścicieli tych nieruchomości, które resort szacuje na 18,7 mld PLN. Skutkiem wypłaty odszkodowań będzie wzrost o 5-8 proc. opłat za przesył i dystrybucję energii, gazu i ciepła. Obecnie trudno oszacować realny wpływ tej ustawy na koszty dla firm energetycznych i PGNiG. Dotychczas spółki na ten cel zawiązywały rezerwy na toczące się sprawy sądowe i na koniec 2010 roku wynosiły one odpowiednio: Enea (47,7 mln PLN), PGE (64 mln PLN), Tauron (66 mln PLN) i PGNiG (80 mln PLN). W dzieleniu wspomnianej kwoty trzeba uwzględniać jeszcze operatorów (PSE, Gaz-System), którzy również mogą mieć istotny udział w wypłacie odszkodowań. Najbardziej prawdopodobnym rozwiązaniem jest jednak uwzględnienie kwot odszkodowań w taryfach, tak więc wpływ tego projektu na spółki energetyczne i PGNiG powinien być neutralny.

Popyt na energię w lutym +7,3%

Według danych PSE zapotrzebowanie na energię w lutym wzrosło w Polsce o 7,3% r/r, po wcześniejszym spadku o 0,3% w styczniu. Dynamika YTD wynosi więc po dwóch miesiącach +3,3%. Produkcja w lutym zwiększyła się o 8,2%, głównie w elektrowniach na węgiel brunatny (+18,7%) co jest zrozumiałe w kontekście uruchomienia pod koniec ubiegłego roku nowego bloku w Bełchatowie. W przypadku bloków opalanych węglem kamiennym wytwarzanie wzrosło o 2,6%, a tych opalanych gazem o niecałe 11%. Eksport netto mimo wysokiej bazy również wzrósł (z 0,42 TWh do 0,57 TWh). Dane oczywiście są zniekształcone przez warunki pogodowe więc trudno na ich podstawie prognozować kolejne miesiące. Na pewno jednak po takich wolumenach można oczekiwać bardzo dobrego 1Q w PGE, która poprzez wysoką utylizację nowego bloku może zaskoczyć wynikami w segmencie produkcyjnym. W lutym ceny spotowe energii były wyższe r/r o prawie 11% (214 PLN/MWh).



CEZ (Redukuj)

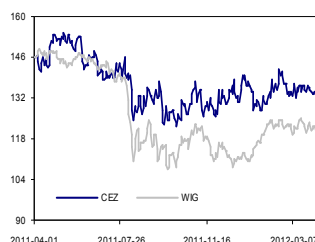
Cena bieżąca: 132,5 PLN

Cena docelowa: 124,9 PLN

Analityk: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2012-01-05

(mIn CZK)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	198 848,0	209 761,0	5,5%	213 244,4	1,7%	230 025,0	7,9%	Liczba akcji (mln)	538,0
EBITDA	89 089,0	87 312,0	-2,0%	89 786,0	2,8%	87 999,1	-2,0%	MC (cena bieżąca)	71 283,6
marża EBITDA	44,8%	41,6%		42,1%		38,3%		EV (cena bieżąca)	102 218,0
EBIT	65 057,0	61 542,0	-5,4%	63 250,0	2,8%	60 677,8	-4,1%	Free float	29,3%
Zysk netto	47 232,0	40 830,0	-13,6%	44 047,3	7,9%	44 854,8	1,8%		
P/E	9,0	10,4		9,6		9,4		Zmiana ceny: 1m	-0,4%
P/CE	5,9	6,3		6,0		5,9		Zmiana ceny: 6m	5,9%
P/BV	1,9	1,8		1,7		1,5		Zmiana ceny: 12m	-8,5%
EV/EBITDA	6,4	6,8		6,8		6,8		Max (52 tyg.)	154,1
Dyid (%)	6,7	6,4		5,4		5,7		Min (52 tyg.)	122,5



Propozycja Zarządu dotycząca dywidendy (45 CZK/akcję) nie przyniosła zaskoczenia w stosunku do konsensusu i raczej nie będzie miała wpływu na notowania, choć część inwestorów oczekiwała nawet 50 CZK. Problemy ze spółką albańską oraz nadal brak zgody urzędu antymonopolowego na przejęcie Energotransu (spółka uwzględniana w prognozach Zarządu począwszy od 2Q) stwarzają dodatkowe czynniki ryzyka dla i tak rozczarowujących szacunków Spółki na ten rok. Argumentem za niedowierzaniem akcji CEZ w relacji do polskich spółek z sektora, oprócz wysokiej premii w wycenie wskaźnikowej, jest również spadkowy trend na uprawnieniach emisyjnych, które ponownie spadły poniżej 7 EUR/t. W tym kontekście utrzymujemy rekomendację redukuj.

Problemy ze spółką albańską

CEZ poinformował, że jego albańska spółka zależna zwróciła się do Banku Światowego o pomoc w rozwiązaniu problemów z rządem Albanii, który nie respektuje umów prywatyzacyjnych. CEZ posiada w tym kraju spółkę dystrybucyjną (76%), która zajmuje się przesyłem i sprzedażą energii (w 2010 roku 4,6 TWh). Prąd kupuje od państwowego monopolisty. Tymczasem na początku roku albański regulator zdecydował o podniesieniu ceny sprzedaży energii dla państwowych elektrowni o 91%, jednocześnie nie zmieniając taryfy spółce handlowej należącej do CEZ. Trzy tygodnie temu co prawda osiągnięte zostało porozumienie w tej sprawie zakładające kompensowanie wzajemnych należności w zamian za dodatkowe inwestycje CEZ w spółkę albańską. Niestety regulator nie ustalił satysfakcjonujących dla czeskiego koncernu warunków gwarantujących zwrot na kapitale. Według naszych szacunków brak porozumienia implikowałby w całym roku dodatkowe koszty dla CEZ w kwocie około 100 mln EUR, co stanowiłoby 4% EBIT prognozowanego przez Zarząd na ten rok.



Enea (Akumuluj)

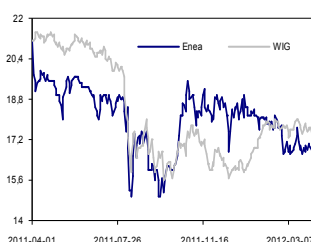
Cena bieżąca: 16,73 PLN

Cena docelowa: 21,24 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2011-11-04

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	7 836,9	9 690,1	23,6%	10 336,7	6,7%	11 135,9	7,7%	Liczba akcji (mln)	441,4
EBITDA	1 364,6	1 561,7	14,4%	1 746,3	11,8%	1 927,0	10,3%	MC (cena bieżąca)	7 385,3
marża EBITDA	17,4%	16,1%		16,9%		17,3%		EV (cena bieżąca)	5 790,5
EBIT	712,0	850,7	19,5%	1 102,4	29,6%	1 192,0	8,1%	Free float	21,8%
Zysk netto	639,3	801,2	25,3%	889,1	11,0%	905,6	1,9%		
P/E	11,6	9,2		8,3		8,2		Zmiana ceny: 1m	0,2%
P/CE	5,7	4,9		4,8		4,5		Zmiana ceny: 6m	1,1%
P/BV	0,7	0,7		0,7		0,6		Zmiana ceny: 12m	-12,4%
EV/EBITDA	3,4	3,2		3,3		3,7		Max (52 tyg.)	19,9
Dyyield (%)	2,3	2,4		2,9		0,0		Min (52 tyg.)	15,0



W przypadku Enei perspektywy dla wyników roku 2012 wyglądają najmniej ciekawie wśród polskich spółek z sektora, głównie ze względu na zawyżoną przez czynniki jednorazowe bazę odniesienia (zyski z konwersji EUA na CER w kwocie 40 mln PLN, 56 mln PLN na wycenie przejętej EC Białystok, 35 mln PLN z tytułu nieodpłatnie przejętych środków trwałych w dystrybucji) oraz relatywnie najwyższy wskaźnik wzrostu cen węgla. Dodatkowym obciążeniem dla notowań pozostają spekulacje dotyczące ewentualnej sprzedaży akcji przez MSP. W tym kontekście mimo pozytywnej rekomendacji, uważamy akcję Enei za mniej atrakcyjne od PGE czy Tauronu.



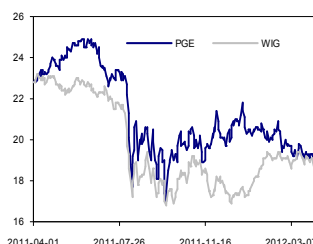
PGE (Kupuj)

Cena bieżąca: 19,15 PLN Cena docelowa: 23,07 PLN

Analitik: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2012-03-05

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	20 476,5	28 111,4	37,3%	30 022,9	6,8%	32 033,3	6,7%	Liczba akcji (mln)	1 869,8
EBITDA	6 840,5	6 855,0	0,2%	8 338,1	21,6%	7 896,2	-5,3%	MC (cena bieżąca)	35 806,4
marża EBITDA	33,4%	24,4%		27,8%		24,6%		EV (cena bieżąca)	35 157,4
EBIT	4 185,3	4 144,5	-1,0%	5 587,4	34,8%	5 114,4	-8,5%	Free float	30,7%
Zysk netto	3 014,1	4 935,4	63,7%	4 459,1	-9,7%	3 931,7	-11,8%		
P/E	11,9	7,3		8,0		9,1		Zmiana ceny: 1m	-3,0%
P/CE	6,3	4,7		5,0		5,3		Zmiana ceny: 6m	-2,7%
P/BV	1,0	0,9		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	-16,5%
EV/EBITDA	5,3	4,7		4,2		5,0		Max (52 tyg.)	24,9
Dyid (%)	4,4	3,4		8,2		6,2		Min (52 tyg.)	17,0



Kurs akcji PGE nadal wydaje się być pod wpływem zrealizowanej podaży akcji i nawet opublikowane dobre wyniki za 4Q nie zmieniły sentymentu do Spółki. Tymczasem uwzględniając niższy od naszych dotychczasowych szacunków plan nakładów inwestycyjnych, można oczekiwać że rok 2012 będzie kolejnym rokiem bardzo wysokich wolnych dodatnich przepływów pieniężnych. Szacujemy, że EBITDA sięgnie 8,3 mld PLN, a capex zgodnie z zapowiedzią Zarządu wyniesie tylko 5,4 mld PLN. Na koniec roku PGE miała na bilansie 4,1 mld PLN gotówki. Wskaźnik EV/EBITDA'2012 wynosi 3,85, a po oczyszczeniu o KDT-y 4,0. Nadal też w kontekście planów MSP nie jest wykluczone podwyższenie przez WZA dywidendy za rok 2011, choć nawet na propozycji Zarządu yield wynosi 7%. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wyniki po oczyszczeniu o KDT powyżej oczekiwań

PGE w 4Q wypracowała 273 mln PLN zysku operacyjnego, ale aby porównywać tę kwotę do naszych prognoz czy konsensusu należy skorygować wynik o odpis rekompensat KDT w wysokości 1,037 mld PLN. Dodatkowo uwzględnić należy znacznie wyższą amortyzację (735 mln PLN wobec 678 mln PLN naszej prognozy i 650 mln PLN w 3Q), ujemne bieżące przychody KDT (-55 mln PLN wobec zakładanych +56 mln PLN), a także zawiązanie aż 140 mln PLN rezerw wobec tylko 40 mln PLN przed rokiem w analogicznym okresie przy jednocześnie nieco wyższym niż zakładane odszkodowaniu z Alstomu (330 mln PLN vs. 300 mln PLN). Tym samym oczyszczony EBIT wyniósłby 1,546 mld PLN i byłby wyższy od naszych szacunków o 7%. Głównym powodem tego pozytywnego odchylenia jest segment wytwarzania, gdzie oczyszczony EBIT był wyższy od naszych prognoz o 80 mln PLN (nie licząc alokacji wspomnianych dodatkowych 100 mln PLN rezerw, które prawdopodobnie również weszły do tego obszaru). Jest to dobry prognostyk na kolejne okresy gdyż wskazuje na wyższą niż się spodziewaliśmy rentowność nowego bloku w Bełchatowie. W obszarze dystrybucji EBIT był słabszy od naszych oczekiwań (126 mln PLN vs. 152 mln PLN), co może wynikać z większych kosztów remontowych związanych ze sprzyjającymi warunkami pogodowymi. Słabiej wypadł też segment OZE (9 mln PLN vs. 20 mln PLN), gdzie prawdopodobnie nie doszacowaliśmy efektu zawyżonej bazy r/r. Lepiej od założeń wyglądają natomiast zyski z handlu zarówno hurtowego (49 mln PLN vs. 38 mln PLN) jak i detalicznego (39 mln PLN vs. 10 mln PLN). Na poziomie działalności finansowej bez uwzględniania Polkomtela saldo wyniosło -17 mln PLN vs. zakładane -80 mln PLN (odchylenie to efekt wyższych przychodów odsetkowych netto i pozycji różnic kursowych).

Mocny cash flow operacyjny w 4Q

W wynikach za 4Q warto odnotować wysoki cash flow operacyjny (2,4 mld PLN), dzięki dodatnim przepływom z kapitału obrotowego, co przy niższych od zakładanych nakładach inwestycyjnych (1,3 mld PLN vs. 1,7 mld PLN) wpłynęło na wyższy niż prognozowaliśmy stan gotówki netto (4,1 mld PLN vs. 3,1 mld PLN). Zwracamy uwagę, że te bardzo dobre przepływy udało się wypracować mimo dodatkowych zakupów uprawnień CO2 (obecnie Spółka posiada łącznie z uprawnieniami CER i dodatkową pulą dla nowego bloku w Bełchatowie aż 68,4 mln ton uprawnień podczas gdy nasza prognoza emisji na ten rok to 61 mln ton). Dodatkowo w należnościach pozostaje 140 mln PLN kwoty z odszkodowania z Alstomu, a Grupa prowadzi spór z URE na świadectwa pochodzenia na kwotę 100 mln PLN, która nie była do tej pory księgowana w przychodach (chodzi o spełnienie wymagań spalanej biomasy). Zarząd poinformował również, że łączny gotówkowy wpływ ewentualnej przegranej w sporach o KDT za lata 2008-10 sięgnie 421 mln PLN. My szacowaliśmy że będzie to kwota 370 mln PLN, ale z uwzględnieniem płatności 240 mln PLN z Elektrowni Opolo w grudniu 2011. Tymczasem prawdopodobnie ta płatność została odroczone ponownie do końca tego roku, więc w tym kontekście zawyżyliśmy nasze kalkulacje o 190 mln PLN, czyli o 10 groszy na akcję.

Dywidenda 1,32 PLN/akcję

Zarząd PGE zaproponował wypłatę 50% zysku w formie dywidendy co daje 1,32 PLN/akcję. Proponowany dzień dywidendy to 22 sierpnia 2012 r., natomiast proponowany dzień wypłaty dywidendy to 6 września 2012 r.

Nowy prezes wybrany

Rada Nadzorcza PGE powołała na stanowisko Prezesa Zarządu Pana Krzysztofa Kiliana (wcześniej m.in. wiceprezes Polkomtela) oraz Panią Bogusławę Matuszewską na stanowisko Wiceprezesa Zarządu (wcześniej m.in. członek Zarządu Polkomtela odpowiedzialna za sprzedaż).

Kolejne wyroki w sprawie KDT

Sąd Apelacyjny w Warszawie wydał wyrok w sprawie korekty rocznej rekompensat KDT dla Zespołu Elektrowni Dolna Odra z Grupy PGE, w którym uchylił wyrok Sądu Ochrony Konkurencji i Konsumentów i przekazał sprawę do ponownego rozpatrzenia przez SOKiK. Wartość przedmiotu sporu to 42 mln PLN. Z kolei w sprawie sporu o KDT-y w Elektrociepłowni Gorzów Sąd odrzucił apelację URE, która dotyczyła kwoty 7,7 mln PLN. Są to kolejne wyroki dotyczące sporu PGE z URE. W pierwszym przypadku Sąd odrzucił apelację URE (przyznał rację PGE), w drugim uwzględnił apelację regulatora i zmienił wyrok SOKiK na niekorzystny dla PGE, a tym razem ponownie podjął różne decyzje. Wydaje się, że problem prawny we wszystkich sprawach jest podobny więc różne wyroki są zaskoczeniem. Tym bardziej ciężko spekulować jakie będzie ostateczne rozstrzygnięcie sporu o rekompensaty. Ostatnie wyroki nie wpływają na wysokość rezerwy zawiązanej w 4Q.

Zarząd o akwizycjach i capex

PGE oczekuje, że wydatki inwestycyjne w tym roku wzrosną r/r o 20% z 4,5 mld PLN do 5,4 mld PLN. Spółka w ciągu 2-3 miesięcy powinna też zdecydować czy zainwestuje w farmy wiatrowe za granicą (udziały mniejszościowe). Obecnie przeprowadza due dilligence takich projektów, a potencjalna skala transakcji to 0,5 mld EUR, które byłoby sfinansowane z emisji euroobligacji. Prognoza capex jest niższa od naszych założeń (6,1 mld PLN) w części zapewne z uwagi na opóźnienie budowy bloków w Elektrowni Opolo. Pomysł inwestycji w zagraniczne farmy wiatrowe będzie można ocenić oczywiście dopiero gdy poznamy cenę. Rok 2012 zapowiada się być kolejnym rokiem bardzo wysokich wolnych dodatnich przepływów pieniężnych. Szacujemy, że EBITDA sięgnie 8,3 mld PLN, a capex zgodnie z zapowiedzią Zarządu wyniesie tylko 5,4 mld PLN. Na koniec roku PGE miała na bilansie 4,1 mld PLN gotówki.



Tauron (Kupuj)

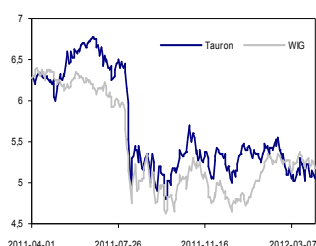
Cena bieżąca: 5,04 PLN

Cena docelowa: 7,44 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2012-01-02

(mln PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	15 428,9	20 755,2	34,5%	25 380,5	22,3%	26 769,3	5,5%	Liczba akcji (mln)	1 752,5
EBITDA	2 758,0	3 023,0	9,6%	3 606,6	19,3%	3 579,5	-0,8%	MC (cena bieżąca)	8 832,8
marża EBITDA	17,9%	14,6%		14,2%		13,4%		EV (cena bieżąca)	14 034,3
EBIT	1 399,3	1 611,5	15,2%	1 999,6	24,1%	1 725,0	-13,7%	Free float	59,6%
Zysk netto	858,7	1 220,0	42,1%	1 356,8	11,2%	1 039,3	-23,4%		
P/E	10,3	7,2		6,5		8,5		Zmiana ceny: 1m	-0,4%
P/CE	4,0	3,4		3,0		3,1		Zmiana ceny: 6m	-3,1%
P/BV	0,6	0,6		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-19,1%
EV/EBITDA	3,4	4,4		3,9		4,4		Max (52 tyg.)	6,8
Dyld (%)	0,1	2,9		4,3		3,1		Min (52 tyg.)	4,8



Sentyment do sektora energetycznego pozostaje pod wpływem ostatniej sprzedaży akcji PGE oraz spekulacji o podaży kolejnych akcji ze strony MSP (Enea, debiuty Energi czy PAK), co również przekłada się na Tauron. W naszej opinii Tauron powinien tymczasem bardzo pozytywnie zaskoczyć wynikami w tym roku, nie tylko ze względu na możliwe wyższe rekompensaty KDT, ale również znacznie wyższe od uwzględnianych w prognozach zyski konsolidowane z przejętych aktywów Vattenfalla (zakładaliśmy 432 mln PLN EBITDA podczas gdy tylko w 2011 roku wyparowały one 508 mln PLN). Rynek nie zareagował także na znacznie niższe od wcześniej zapowiadanych nakłady inwestycyjne w 4Q, mimo że wcześniej obciążało to notowania Tauronu. Argumentem za kupowaniem akcji Spółki jest również dalszy spadek uprawnień do emisji CO₂ oraz zgromadzona nadwyżka certyfikatów przewyższająca potrzeby na rok 2012. Utrzymujemy pozytywną rekomendację.

Wyniki zgodne z oczekiwaniami, mimo niższych KDT-ów

Wyniki Tauronu za 4Q okazały się zgodne z naszymi oczekiwaniami i rynkowym konsensem, mimo zaksięgowania niższych rekompensat KDT (138 mln PLN vs. 153 mln PLN), co wpłynęło na negatywne odchylenie na wyniku segmentu wytwarzania (EBIT na poziomie 137 mln PLN vs. 155 mln PLN). Przypominamy, że słabszy rezultat w tym obszarze w ujęciu r/r (bez KDT-ów) to efekt przestoju w najbardziej efektywnym bloku w Łagiszy, spadku wolumenów sprzedaży ciepła o 14% oraz zaksięgowanych w 4Q rezerw na program dobrowolnych odejść w kwocie 13,9 mln PLN. Znacznie lepiej od naszych oczekiwań wypadł natomiast segment obrotu, gdzie wyparowano 68 mln PLN zysku operacyjnego (prognoza 42 mln PLN). Było to prawdopodobnie związane z bardzo korzystnymi cenami energii w listopadzie spowodowanymi awariami i przestojami bloków wytwórczych w Polsce (głównie poza Grupą Tauron). Segment dystrybucji zaskoczył z kolei negatywnie, a odchylenie od naszych prognoz (93 mln PLN vs. 148 mln PLN), tylko w części tłumaczy rezerwy związane na program dobrowolnych odejść w kwocie 22 mln PLN. Niewykluczone, że na wzrost kosztów w ujęciu r/r wpłynęła także sprzyjająca remontom pogoda w grudniu. Słaby wynik na przesyle energii rekompensuje segment pozostałe, gdzie mimo niekorzystnych dynamik na sprzedaży ciepła EBIT sięgnął 52 mln PLN (oczekiwania 10 mln PLN). Wpływ na ten rezultat miało odwrócenie odpisów aktualizujących aktywa trwałe (31 mln PLN). Podsumowując, wynik operacyjny był zbliżony do naszych oczekiwań mimo niższych rekompensat KDT i ujemnego salda na pozostałej działalności operacyjnej (-10 mln PLN).

CAPEX niższy od zapowiedzi

W wynikach za 4Q warto odnotować niższe niż zapowiadał Zarząd nakłady inwestycyjne (783 mln PLN vs. sugerowane w lutych wypowiedziach 1,4 mld PLN). Rynek wcześniejsze deklaracje przyjął spadkiem kursu więc teraz powinno to wesprzeć notowania i obniżyć oczekiwania na capex w tym roku (Zarząd deklarował 3,6 mld PLN co w porównaniu do wykonania ubiegłorocznego na poziomie 2,3 mld PLN wydaje się bardzo ambitnym założeniem). Cash flow operacyjny wyniósł 436 mln PLN przy neutralnym wpływie zmian w kapitale obrotowym. Podobnie jak ostatnio w przypadku PGE, również na bilansie Tauronu na koniec roku znajdowało się więcej uprawnień CO₂ niż wyniesie emisja w 2012 roku (25,8 mln ton vs. szacowana emisja 2012 na poziomie 24 mln ton i 24,7 mln ton w 2011), co oznacza że Spółka wykorzystała niskie notowania uprawnień z 4Q do zabezpieczenia swojej ekspozycji, częściowo również na rok 2013.

Propozycja dywidendy 21 groszy/akcję

Zarząd Tauronu rekomenduje wypłatę 368 mln PLN z ubiegłorocznego zysku w formie dywidendy, co implikuje yield na poziomie 4,1%. Dzień dywidendy ustalony został na 2 lipca, a wypłaty 20 lipca.

Wpływ zmian w ustawie o OZE na przyszłe wyniki Tauronu

Według Prezesa Dariusza Lubery nowe przepisy o OZE w proponowanym obecnie kształcie zmniejszyłyby skumulowany wynik EBITDA Tauronu do 2020 r. o 3 mld zł w porównaniu z wynikiem, jaki osiągnęłaby grupa przy obecnie obowiązujących przepisach. W naszych prognozach uwzględniliśmy już efekt tej ustawy (obniżyliśmy prognozy na rok 2013 o 200 mln PLN). Z wypowiedzi prezesa wynika że średnioroczne ubytki na EBITDA w latach 2012-20 wyniosłyby 330 mln PLN, ale uwzględnia to już ubytek EBITDA z nowych projektów wiatrowych które dopiero miały być uruchomione (ale jak zaznaczył w wywiadzie jeśli nowy system OZE wejdzie to Spółka zrewiduje strategię i tych projektów prawdopodobnie nie będzie). W tym kontekście ta wypowiedź nie wnosi niczego nowego, a rynek dyskontował te niekorzystne zmiany w systemie wsparcia w grudniu i styczniu. Tymczasem po kilkutygodniowej burzliwej dyskusji nad projektem ministerstwa gospodarki niewykluczone są zmiany w nowych przepisach, które zmniejszą negatywne skutki z punktu widzenia instalacji OZE.

Optymistyczny outlook na 2012

Na konferencji wynikowej Zarząd przedstawił wyniki finansowe przejętych aktywów Vattenfalla za ubiegły rok, które okazały się wyższe od naszych szacunków, które stanowią bazę odniesienia dla prognoz uwzględniających tę akwizycję od 2012 roku. Zysk EBITDA przejętych spółek sięgnął 508 mln PLN, z czego tylko około 10 mln PLN stanowiły zdarzenia jednorazowe. Tymczasem w naszych prognozach na bieżący rok założyliśmy kontrybucję Vattenfalla na poziomie 432 mln PLN (w 2010 roku oczyszczone wyniki wyniosły 388 mln PLN). Pozytywne odchylenie od naszych prognoz, które są 10% powyżej rynkowego konsensusu, może wynikać także z wyższych rekompensat KDT. Wcześniej szacowaliśmy, że przychody z tego tytułu spadną z ubiegłorocznych 415 mln PLN do 250 mln PLN. Tymczasem nie jest wykluczone, że spadek będzie znacznie mniejszy. Grupa będzie wykorzystywać ostatni rok rekompensat do przyspieszenia restrukturyzacji aktywów wytwórczych.

MSP nie planuje sprzedaży akcji Tauronu

Według planu prywatyzacji na lata 2012-13 ogłoszonego przez MSP do końca 2013 roku resort nie planuje sprzedaży posiadanych akcji w Tauronie.

Telekomunikacja



Netia (Redukuj)

Cena bieżąca: 6,35 PLN

Cena docelowa: 5,7 PLN

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2012-04-05

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 569,3	1 618,8	3,2%	2 283,0	41,0%	2 274,7	-0,4%	Liczba akcji (mln)	389,3
EBITDA	586,4	611,5	4,3%	584,3	-4,4%	615,5	5,3%	MC (cena bieżąca)	2 472,3
marża EBITDA	37,4%	37,8%		25,6%		27,1%		EV (cena bieżąca)	3 009,0
EBIT	285,8	302,7	5,9%	176,8	-41,6%	218,1	23,3%	Free float	55,0%
Zysk netto	263,9	248,8	-5,7%	118,8	-52,2%	144,6	21,8%		
P/E	9,4	9,9		20,8		17,1		Zmiana ceny: 1m	7,6%
P/CE	4,4	4,4		4,7		4,6		Zmiana ceny: 6m	28,5%
P/BV	1,1	1,0		1,0		1,0		Zmiana ceny: 12m	19,8%
EV/EBITDA	3,6	4,9		5,1		4,8		Max (52 tyg.)	6,5
Dyid (%)	0,0	2,5		10,3		4,9		Min (52 tyg.)	4,3



Ze względu na momentum wyników i sentymentu rynkowego - jak wielokrotnie pisaliśmy - rok 2012 będzie tym, w którym spółka powinna zostać sprzedana. Trudne otoczenie rynkowe i erozja bazy abonenckiej, w tym roku spółka amortyzuje akwizycjami, które jednak nadal uważamy za dosyć drogie. Bez efektu akwizycji, a uwzględniając koniec pozytywnego wpływu deregulacji rynku telekomunikacyjnego jaka odbyła się w minionych latach, naszym zdaniem model biznesowy spółki niewiele różni się od części stacjonarnej TPSA. Informacje o potencjalnej transakcji zakupu spółki przez private equity są uzasadnione, ale naszym zdaniem nie po cenach rynkowych – nie mówiąc o premii. Podtrzymujemy naszą cenę docelową na poziomie 5,7 PLN za akcje. Uwzględniając cenę rynkową obniżamy zalecenie inwestycyjne do redukcji z trzymaj.

Wyniki zgodne z oczekiwaniami

Wyniki operacyjne Netii są zgodne z naszymi oczekiwaniami. Przy przychodach na poziomie 426,7 mln PLN spółka wpracowała 108,4 mln PLN EBITDA (marża 25,4%). W naszych prognozach oczekiwaliśmy odpowiednio: 425/105 mln PLN. Nominale wyniki są istotnie wyższe i wynoszą: EBITDA 236,2 mln PLN a zysk netto 234,3 mln PLN. To efekt dodatniego przeszacowania wartości aktywów trwałych (odwrócenie wcześniejszych ujemnych odpisów) na kwotę 220,7 mln PLN. To pierwszy kwartał, w którym spółka konsolidowała (dwa tygodnie) Dialog i Crowley. Ze względu na okres konsolidacji wpływ na wyniki jest niewielki (przychody +25 mln PLN, EBIT -1 mln PLN), ale daje pełny obraz bazy abonenckiej przejętych aktywów. Łącznie Dialog dodał do dotychczasowej bazy 698,9 tys. usług szerokopasmowych i głosowych, Crowley 29,9 tys. W „starej Netii” baza abonencka w usługach szerokopasmowych zwiększyła się o 18,5 tys. (36,3 tys. w 4Q2010), dwukrotnie mniej niż w analogicznym okresie ur. ale i tak wynik można uznać za satysfakcjonujący (biorąc pod uwagę otoczenie rynkowe). Dużo słabiej wygląda segment usług głosowych, w którym baza skurczyła się o 13,2 tys. (+14,2 tys. w 4Q2010). Zarząd podał również prognozę wyników na br. Zakłada ona wypracowanie przychodów na poziomie 2,185 mld PLN i EBITDA równej 600 mln PLN (marża 27,5%). Nakłady inwestycyjne wyniosą 300 mln PLN (14% przychodów) a FCF 300 mln PLN. W naszej dotychczasowej prognozie zakładaliśmy wyższe przychody (2,28 mld PLN) i EBITDA na poziomie 585 mln PLN. Naszym zdaniem informacje te nie wpływają na zmianę wyceny spółki.

Private equity zainteresowane Netią

Reuters podał, że trzy fundusze private equity (w tym Innova Capital i fundusze będące udziałowcami Play) są zainteresowane inwestycją w Netię, badanie spółki miałyby rozpocząć się po świętach. Zarząd Netii potwierdził, że spółką interesowały się w ostatnich miesiącach różne fundusze. Na obecną chwilę nie jest prowadzone badanie i nie ma wyznaczonego terminu takiego badania. Na naszych prognozach Netia jest obecnie notowana (EV) 5,0xEBITDA12 - mediana dla porównywalnych spółek to 4,9. FCF'12/EV dla Netii to 8%, dla TP 9,5%. Naszym zdaniem jest mało prawdopodobne, żeby fundusze były skłonne płacić jeszcze premię do obecnej wyceny. Takie podejście wynika m.in. z sceptycznego nastawienia do telefonii stacjonarnej, która od kilku lat kurczy się. W minionych latach Netia była beneficjentem rewolucji regulacyjnej jaka odbyła się na rynku telekomunikacyjnym w Polsce dzięki polityce UKE. Praktycznie żaden duży zagraniczny operator nie był nim zainteresowany, dlatego Netia zagarnęła gro „tortu” jaki pojawił się po tym jak TP musiała poddać się regulacjom. Obecnie efekt ten skończył się a spółka w coraz większym stopniu odczuwa erozję biznesu (analogicznie do części stacjonarnej w TP). Ucieczką przed nieuchronnym są akwizycje, tu jednak ceny płacone przez spółkę za przejmowane aktywa są wysokie. Jest to w naszej opinii idealny i chyba ostatni moment (ten rok) na sprzedaż spółki, która od dawna była do tego przygotowywana. Skoro spółka oferuje tak atrakcyjne aktywa, dlaczego dotychczas nie pojawił



się żaden inwestor branżowy? Nawet kiedy, Third Av. sprzedawał swoje akcje po ok. 5 PLN za sztukę. Jeżeli private equity miałby kupić akcje Netii - oferując jeszcze premię do ceny rynkowej to po jakiej cenie miałby odsprzedać udziały docelowo inwestorowi branżowemu w przyszłości?



TP SA (Trzymaj)

Cena bieżąca: 16,8 PLN

Cena docelowa: 17,4 PLN

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2012-01-23

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	15 715,0	14 922,0	-5,0%	14 529,6	-2,6%	14 537,3	0,1%	Liczba akcji (mln)	1 335,6
EBITDA	4 700,0	5 984,0	27,3%	5 456,8	-8,8%	5 485,7	0,5%	MC (cena bieżąca)	22 438,9
marża EBITDA	29,9%	40,1%		37,6%		37,7%		EV (cena bieżąca)	26 379,3
EBIT	908,0	2 217,0	144,2%	1 849,3	-16,6%	2 016,8	9,1%	Free float	45,0%
Zysk netto	177,3	1 917,0	981,2%	1 199,0	-37,5%	1 347,6	12,4%		
P/E	126,6	11,7		18,7		16,7		Zmiana ceny: 1m	0,4%
P/CE	5,7	3,9		4,7		4,7		Zmiana ceny: 6m	0,9%
P/BV	1,5	1,6		1,7		1,8		Zmiana ceny: 12m	-8,9%
EV/EBITDA	5,6	4,3		4,8		4,6		Max (52 tyg.)	19,0
Dyid (%)	8,9	12,5		8,9		7,1		Min (52 tyg.)	15,1



Podobnie jak poprzednie lata rok 2012 będzie kolejnym trudnym pod względem operacyjnym dla TP. Przy słabym rynku, nadchodzące spowolnienie w gospodarce tylko pogłębi negatywne tendencje, należy oczekiwać dalszego zaostrzenia konkurencji w telefonii komórkowej – po wejściu Z. Solorza do Polkomtela, podobnie jak w dostępie do internetu. TP pozostaje jednak spółką dywidendową – chociaż DY płacony przez TP na tle DY wśród innych operatorów w Europie (7-9% w Euro) nie wyróżnia na korzyść operatora. Należy pamiętać, że TPSA jest w trakcie realizacji skupu akcji własnych, który ogranicza potencjał ewentualnego spadku kursu. Dotychczas spółka nabyła 15,06 mln akcji za kwotę 264 mln PLN (średnia cena kupna 17,6 PLN za akcję), do wydania pozostaje nadal 545 mln PLN. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj z ceną docelową 17,4 PLN.

1,5 PLN dywidendy

Zarząd spółki rekomenduje WZA wypłatę dywidendy z zysku za rok 2011 w wysokości 1,5 PLN na akcję. Termin nabycia prawa do dywidendy to 21 czerwca, dzień wypłaty – 5 lipca br. Jest to poziom dywidendy zgodny z długoterminową strategią spółki. Informacja neutralna.

Rebranding

TPSA do końca czerwca przeprowadzi rebranding w części stacjonarnej. Marka Orange dobrze sprawdziła się w przypadku operatora mobilnego, który jednak był w fazie wzrostu całego rynku mobilnego. Operatorzy agresywnie zabiegali o pozyskiwanie nowych klientów, marketing mógł odgrywać niemałą rolę w procesie. W przypadku telefonii stacjonarnej, po części również internetu, rynek nie rośnie, wręcz się kurczy. Rebranding na Orange to koszty użytkowania marki należącej do FT. W przypadku części mobilnej było to 1,6% przychodów. W części stacjonarnej ma wynieść 1,1%, co oznaczałoby ok. 75 mln PLN dodatkowych wydatków. Naszym zdaniem trudno uzasadnić takie działanie przyszłymi korzyściami. Informacja negatywna, jej wpływ na wycenę jest jednak niewielki.

Media

Prognozy Starlink dla rynku reklamowego na 2012 rok

Dom mediowy Starlink prognozuje, że w 2012 roku rynek reklamowy wzrośnie o około 0-3 proc. Zdaniem Domu mediowego dynamicznie będą rosły wydatki na reklamę internetową, radiową, kinową oraz w telewizjach tematycznych. Spadków zaś należy się spodziewać w telewizjach głównych oraz w prasie, gdzie realny wydaje się poziom 10-12% spadków. Ze względu na EURO 2012 wzrośnie reklama outdoorowa. Według Starlinka spadać będą wydatki na reklamę branży FMCG i telekomunikacyjnej, natomiast rosnać będą wydatki branży handlowej, farmaceutycznej oraz finansowej. Oczekiwania Starlinka są zbliżone do naszych prognoz. Oczekujemy, że rynek będzie rósł przede wszystkim w obszarze internetu i radia a w segmencie telewizyjnym nadal następować będzie przepływ widzów i reklamodawców z kanałów ogólnotematycznych do tematycznych. Warto zwrócić uwagę, że Agora i Starlink mając takie same oczekiwania w odniesieniu do całego rynku (dynamika na poziomie 0-3%) dość wyraźnie różnią się w oczekiwaniach dla rynku prasowego ((-12)%- (-10)% w przypadku Starlink i (-17)%- (-14)% w przypadku Agory). Wydaje się to potwierdzać bardzo konserwatywne podejście jakie w odniesieniu do tego segmentu przyjęła Agora.



Agora (Kupuj)

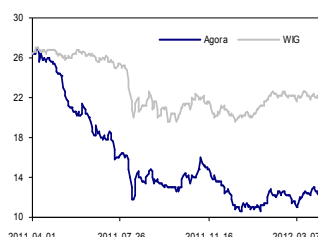
Cena bieżąca: 11,96 PLN

Cena docelowa: 15,3 PLN

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2012-01-23

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 116,7	1 225,5	9,7%	1 234,6	0,7%	1 250,6	1,3%	Liczba akcji (mln)	50,9
EBITDA	167,3	144,4	-13,7%	144,7	0,2%	135,1	-6,6%	MC (cena bieżąca)	609,2
marża EBITDA	15,0%	11,8%		11,7%		10,8%		EV (cena bieżąca)	490,6
EBIT	84,9	53,5	-36,9%	51,9	-3,1%	43,6	-15,9%	Free float	73,2%
Zysk netto	71,9	38,2	-46,9%	42,2	10,6%	33,6	-20,5%		
P/E	8,5	16,0		14,4		18,1		Zmiana ceny: 1m	8,7%
P/CE	3,9	4,7		4,5		4,9		Zmiana ceny: 6m	-8,4%
P/BV	0,5	0,5		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-55,4%
EV/EBITDA	3,2	3,6		3,4		3,5		Max (52 tyg.)	27,1
Dyid (%)	4,2	4,2		4,2		4,2		Min (52 tyg.)	10,6



W marcu pojawiły się spekulacje na temat możliwych akwizycji Agory. Naszym zdaniem rozsądnie przeprowadzona akwizycja, choć w krótkim okresie może pozytywnie przekładać się na notowania spółki. Agora jest w chwili obecnej utożsamiana z segmentem mediów drukowanych, a jego słaba kondycja przekłada się na obawy inwestorów o perspektywę całej Grupy powodując, że również pozostałe segmenty notowane są z dyskontem do ich rynkowej wartości. Akwizycja mogłaby pozwolić Agorze na zerwanie swojego uzależnienia od prasy i czasopism i zlikwidować dyskonto ciężące na kursie. Wsparciem dla kwietniowych notowań może być też nasz zdaniem zbliżający się turniej EURO2012 i potencjalny impuls dla rynku reklamowego, który powinien pojawić się w związku z nim już na wiosnę. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Szykuje się duża akwizycja?

Według doniesień *Rzeczpospolitej* Agora będzie chciała sondować fundusze pod kątem emisji obligacji na kwotę 200-300 mln PLN. Miała też starać się o kredyt na podobną kwotę. Potencjalnymi celami akwizycyjnymi zdaniem *Rzeczpospolitej* mogłyby być Multikino, portal pracuj.pl i Polityka. Jeżeli doniesienia o akwizycjach potwierdziłyby się to naszym zdaniem słusznym kierunkiem rozwoju będzie internet, outdoor czy branża kinowa. W przypadku zakupu w tych segmentach pozostaje jeszcze kwestia ceny, ale sam ruch będzie można ocenić pozytywnie, gdyż podmiot utożsamiany w tej chwili z prasą jednym ruchem może zmarginalizować jej wpływ na Grupę. Zdecydowanie negatywnie należałoby natomiast odbierać zakup *Polityki*, czy też inwestycje w segment telewizyjny. Czasopisma są naszym zdaniem segmentem, których kondycja jest tylko nieznacznie lepsza niż prasy. Z kolei telewizja charakteryzuje się koniecznością ponoszenia wysokich nakładów, długim okresem dochodzenia do rentowności i rosnącą z roku na rok konkurencją.

Wyniki sprzedaży dzienników w styczniu

Rozpowszechnianie płatne razem *Gazety Wyborczej* wyniosło w styczniu 2012 roku 283.584 sztuk i było o 15,6% niższe niż rok wcześniej. Z kolei rozpowszechnianie płatne razem *Dziennika Gazety Prawnej* wyniosło w styczniu 140.362 egzemplarzy, co oznacza wzrost o 28,9% r/r. W styczniu liderem sprzedaży na rynku dzienników pozostał *Fakt*. Jego rozpowszechnianie płatne razem wyniosło 396.123 egzemplarze, co oznacza spadek rok do roku o 7%. W styczniu w ujęciu rocznym rozpowszechnianie płatne razem *Super Expressu* wzrosło o 8,3% do 168.583 sztuk. Rozpowszechnianie płatne razem *Rzeczpospolitej* w styczniu wyniosło 123.787 sztuki, co oznacza spadek rok do roku o 13,4%. Nie posiadamy rozbięcia rozpowszechniania na poszczególne komponenty. W ujęciu całociowym był to słaby miesiąc dla *Gazety* i *Rzeczpospolitej*, które zanotowały spadki dużo głębsze niż w poprzednich miesiącach. Styczeń był z kolei tradycyjnie mocny dla *Dziennika*. *Gazety Prawnej*, gdyż tytuł ten wydaje w tym miesiącu dodatki do zmian w przepisach jakie wchodzi w życie od początku roku, co mocno wspiera sprzedaż.



Cinema City (Trzymaj)

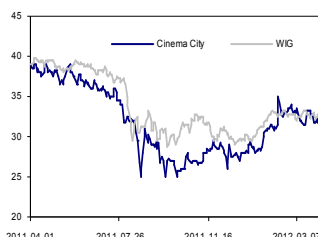
Cena bieżąca: 31,2 PLN

Cena docelowa: 33,5 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2012-03-05

(mIn EUR)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	234,5	267,5	14,0%	296,0	10,7%	323,7	9,4%	Liczba akcji (mIn)	51,2
EBITDA	56,2	50,1	-10,8%	61,7	23,1%	69,7	12,9%	MC (cena bieżąca)	1 597,4
marża EBITDA	24,0%	18,7%		20,9%		21,5%		EV (cena bieżąca)	1 737,8
EBIT	36,3	24,7	-32,0%	37,3	50,8%	44,6	19,7%	Free float	17,6%
Zysk netto	30,4	20,9	-31,1%	29,0	38,6%	35,5	22,3%		
P/E	12,7	18,4		13,3		10,8		Zmiana ceny: 1m	-6,3%
P/CE	7,7	8,3		7,2		6,4		Zmiana ceny: 6m	20,8%
P/BV	1,8	1,6		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m	-20,3%
EV/EBITDA	7,2	8,6		6,8		5,8		Max (52 tyg.)	39,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		15,8		Min (52 tyg.)	25,0



Wyniki czwartego kwartału nie pokazały wbrew naszym oczekiwaniom dużej poprawy dzięki lepszej koniunkturze na rynku kinowym. Pojawiły się natomiast kolejne koszty restrukturyzacyjne aktywów przejętych od Palace Cinema. Bardzo dobre wyniki sprzedaży biletów na rynku polskim odnotowane w styczniu i lutym stanowią dobry prognostyk na pierwszy kwartał, jednak biorąc pod uwagę słabsze tempo poprawy wyników w 4Q również potencjał wynikający z koniunktury na początku roku może nie zostać w pełni wykorzystany. Obecnie Cinema City notowane jest przy 13,3xP/E 2012 i 6,8xEV/EBITDA 2012 tj. kilkuprocentową premią w stosunku do spółek porównywalnych. Jednocześnie cena akcji spółki jest zbliżona do naszej ceny docelowej. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Wyniki 4Q2011

Wyniki Cinema City w czwartym kwartale okazały się nieco słabsze od naszych oczekiwań. Spółka odnotowała 69,9 mln EUR przychodów (vs. 73,0 mln EUR naszej prognozy), 14,8 mln EUR EBITDA (vs. 16,3 mln EUR prognozy) oraz 6,4 mln EUR zysku netto (8,0 mln EUR prognozy). Wbrew naszym oczekiwaniom spółka ponownie zaksięgowała w czwartym kwartale koszty związane z restrukturyzacją Palace Cinema na kwotę 0,25 mln EUR, co częściowo wpłynęło na odchylenie od naszych oczekiwań (w skali całego roku koszty restrukturyzacji sięgnęły 3,3 mln EUR). Słabsze od naszych prognoz okazały się przychody ze sprzedaży biletów (40,1 mln EUR wobec oczekiwanych 44,5 mln EUR). Spółka wcześniej podawała dane dotyczące sprzedaży biletów w 2011 roku stąd odchylenie było spowodowane dużo niższą średnią ceną biletów (oczekiwaliśmy 4,7 EUR, ostatecznie było 4,25 EUR za bilet). Wpływy ze sprzedaży barowej 13,1 mln EUR (spodziewaliśmy się 14,6 mln EUR). Wyższe od naszych prognoz okazały się natomiast przychody z reklamy (9,6 mln EUR wobec prognozowanych 8,5 mln EUR) oraz dystrybucji (6,6 mln EUR wobec 5,1 mln EUR oczekiwań).

Podsumowując, pozytywna niespodzianka na wynikach, której oczekiwaliśmy w związku z bardzo wysoką sprzedażą biletów oraz efektami restrukturyzacji Palace Cinema nie wydarzyła się i wyniki okazały się zbliżone do oczekiwań rynkowych. Kluczowy wpływ mają na to aktywa przejęte od Palace Cinema, które generują wyższe koszty restrukturyzacji i wolniej dochodzą do oczekiwanej rentowności.



Cyfrowy Polsat (Trzymaj)

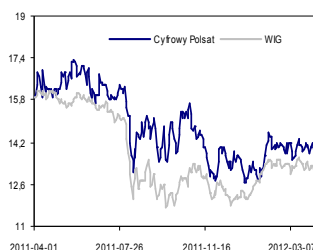
Cena bieżąca: 13,8 PLN

Cena docelowa: 14,8 PLN

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-10-13

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 482,5	2 422,7	63,4%	2 838,2	17,2%	2 919,7	2,9%	Liczba akcji (mln)	348,4
EBITDA	406,9	736,2	80,9%	856,8	16,4%	885,0	3,3%	MC (cena bieżąca)	4 807,3
marża EBITDA	27,5%	30,4%		30,2%		30,3%		EV (cena bieżąca)	6 773,1
EBIT	325,8	562,0	72,5%	683,2	21,6%	692,0	1,3%	Free float	51,5%
Zysk netto	258,5	159,7	-38,2%	393,0	146,1%	412,5	5,0%		
P/E	14,3	30,1		12,2		11,7		Zmiana ceny: 1m	-2,8%
P/CE	10,9	14,4		8,5		7,9		Zmiana ceny: 6m	-4,5%
P/BV	8,7	2,5		2,2		2,0		Zmiana ceny: 12m	-18,1%
EV/EBITDA	14,9	9,5		7,9		7,4		Max (52 tyg.)	17,4
Dyid (%)	4,1	0,0		0,0		4,1		Min (52 tyg.)	12,7



W Cyfrowym Polsacie powoli zanikać będzie w segmencie nadawania telewizyjnego pozytywny efekt poszerzenia dystrybucji kanałów tematycznych, co pomagało poprawiać udziały w rynku reklamowym w poprzednich kwartałach. W segmencie płatnej telewizji spodziewamy się, że spółka wykona ruchy, które będą miały na celu podniesienie atrakcyjności oferty względem naziemnej telewizji cyfrowej, co będzie miało niestety negatywny wpływ na rentowność segmentu. Obecna wycena rynkowa w naszym odczuciu dobrze oddaje fundamentalną wartość spółki. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Dobry wynik segmentu płatnej telewizji

Wyniki Cyfrowego Polsatu za 4Q2011 są lepsze od naszych oczekiwań i konsensusu rynkowego. W porównaniu do naszych prognoz za pozytywną niespodziankę odpowiadają dużo lepsze wyniki w segmencie usług dla klientów indywidualnych, który osiągnął 95,5 mln PLN EBITDA wobec 71,8 mln PLN przed rokiem i 76,9 mln PLN naszej prognozy. Nieco słabsze od naszych prognoz okazały się natomiast wyniki segmentu płatnej telewizji (101,5 mln PLN EBITDA), za co odpowiada większe spowolnienie na rynku reklamy telewizyjnej w czwartym kwartale niż pierwotnie przez nas zakładane. Saldo na działalności finansowej wyniosło -68,7 mln PLN. Nadspodziewanie niskie było natomiast obciążenie podatkowe, które wyniosło zaledwie 0,7 mln PLN.

Ponadto w czwartym kwartale spółka pozyskała 45,6 tys. nowych abonentów, przy czym liczba klientów pakietu mini wzrosła o 2,8 tys., a liczba klientów pakietu rodzinnego wzrosła o 42,8 tys. ARPU z całej działalności w segmencie usług dla klienta indywidualnego wyniosło 38,3 PLN przy 36,0 PLN przed rokiem.

Podsumowując, wyniki Cyfrowego Polsatu oceniamy pozytywnie, mimo że pozyskania nowych klientów okazały się nieco niższe od naszych oczekiwań. Zwracamy jednak uwagę na osiągnięcie w maju przez segment nadawania telewizyjnego pełnego zasięgu w bazie odniesienia, przez co dynamika przychodów reklamowych nie będzie już wspierana przez poprawę zasięgu stacji tematycznych.

Zakup IPLA

Cyfrowy Polsat nabył serwis IPLA za sumę 150 mln PLN. Kwota ma zostać skorygowana o zadłużenie netto Serwisu oraz przeterminowane należności. Za 2011 rok serwis wypracował około 26 mln PLN przychodów i miał kilka milionów straty EBITDA. Zdaniem Zarządu w ciągu roku IPLA powinna osiągnąć rentowność EBITDA. Cena przejęcia jest naszym zdaniem bardzo wysoka (6xprzychody). Z drugiej strony przejęcie nie ma wielkiego wpływu na Cyfrowy Polsat, bo jego wartość to zaledwie około 3% kapitalizacji spółki. Serwis pasuje do strategii i można sobie wyobrazić pewne efekty synergii z resztą biznesu. Bardziej niż sama transakcja inwestorów może jednak niepokoić możliwość pojawienia się kolejnych transakcji nabycia aktywów od głównego akcjonariusza.

Jeszcze 0,5 mln gospodarstw domowych do zagospodarowania?

Zarząd Cyfrowego Polsatu ocenia, że potencjał wzrostu rynku płatnej telewizji do pełnego nasycenia to jeszcze ok. 0,5 mln gospodarstw domowych. Na początku ubiegłego roku Prezes Libicki oceniał potencjał rynku na około 1 mln gospodarstw domowych. Od tego czasu CPS uzyskał 115 tys. użytkowników, a 'n' 124 tys. klientów. Zakładając, że Cyfra Plus rola w porównywalnym tempie (choć może być to założenie na wyrost biorąc pod uwagę fakt, że Cyfra Plus nie była tak aktywna w marketingu w czwartym kwartale, a do tego wprowadzała podwyżki cen) rynek wzrósł o około 360 tys. użytkowników (zakładamy porównywalną r/r liczbą klientów kablowek). Tym samym można uznać, że oczekiwania Zarządu uległy lekkiemu obniżeniu.

Współpraca z Polkomtelem

Cyfrowy Polsat i Polkomtel będą od kwietnia 2012 współpracować przy wzajemnej sprzedaży ofert. Współpraca będzie miała na pewno trudne podłoże, z uwagi na fakt, że oba podmioty wiążą duże nadzieje z ofertą internetową. Tym samym środek ciężkości jest położony w innym miejscu niż w przypadku TVN i TPSA, gdzie płatna telewizja jest dla TPSA działalnością szczątkową i stanowiącą raczej uzupełnienie pozostałych usług.

Wyniki oglądalności stacji telewizyjnych w lutym

Całodobowa oglądalność ogółem TVN spadła w lutym z 14,0% do 13,8%. Udział w widowni Polsatu wzrósł w tym samym czasie z 14,1% do 14,8%. Spadała widownia stacji telewizji publicznej: TVP1 z 19,6% do 16,6%, a TVP2 z 13,9% do 13,1%. W skali całej Grupy TVN udział w widowni wzrósł z 19,4% do 20,4%, Grupy Polsat wzrósł z 17,6% do 19,2%, a telewizji publicznej spadł z 38,8% do 35,6%. Z kolei całodobowa oglądalność w grupie komercyjnej (16-49 lat) Polsatu wzrosła w lutym z 16,1% do 16,8%. W tym samym czasie oglądalność kanału TVN spadła z 15,0% do 14,4%. Udział TVP1 spadł z 15,4% do 13,1%, a TVP2 z 12,4% do 11,1%. W skali całej Grupy Polsat oglądalność wzrosła z 19,9% do 21,5%, a w Grupie TVN z 20,3% do 21,1%. Oglądalność stacji telewizji publicznej spadła z 31,1% do 28,3%. Nadal widoczny jest trend spadku oglądalności dużych stacji telewizyjnych, któremu póki co opiera się tylko Polsat dzięki poszerzonemu zasięgowi. Oczekujemy, że w maju kiedy wygaśnie pozytywny efekt bazy zasięgu oglądalność Polsatu może charakteryzować się już niższymi dynamikami. W tej chwili oglądalność stacji należących do Polsatu i TVN podtrzymywana jest przez stacje tematyczne, jednak odbywa się to naszym zdaniem przy coraz większym koszcie kontentu. W lutym widoczna jest zwłaszcza bardzo wysoka oglądalność stacji informacyjnych (TVN24, Polsat News i TVP Info).



TVN (Trzymaj)

Cena bieżąca: 10,53 PLN

Cena docelowa: 10,3 PLN

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-12-05

(mln PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	2 490,7	2 466,1	-1,0%	2 779,8	12,7%	2 920,9	5,1%	Liczba akcji (mln)	341,9
EBITDA	610,7	659,8	8,0%	713,8	8,2%	772,9	8,3%	MC (cena bieżąca)	3 600,0
marża EBITDA	24,5%	26,8%		25,7%		26,5%		EV (cena bieżąca)	5 857,9
EBIT	363,8	432,7	18,9%	456,9	5,6%	529,3	15,9%	Free float	43,7%
Zysk netto	42,8	-317,4		293,5		309,9	5,6%		
P/E	84,1			12,3		11,6		Zmiana ceny: 1m	2,2%
P/CE	12,4			6,5		6,5		Zmiana ceny: 6m	-31,2%
P/BV	2,9	3,4		2,6		2,3		Zmiana ceny: 12m	-41,9%
EV/EBITDA	9,7	9,3		8,2		7,3		Max (52 tyg.)	18,2
Dywid (%)	2,9	0,0		0,0		2,4		Min (52 tyg.)	9,0



TVN powinien w najbliższych miesiącach poprawić swoją pozycję konkurencyjną względem Telewizji Polsat, której dynamika wpływów reklamowych była dotąd wspierana przez poszerzoną dystrybucję kanałów. Wciąż jednak rynek telewizyjny stoi w obliczu gwałtownych zmian, które wzmacniają konkurencję w segmencie i wywierają presję na marże realizowane przez TVN w obszarze nadawania telewizyjnego. Ryzyka związane z tym procesem przeważają naszym zdaniem nad pozytywnym efektem umocnienia złotego od początku roku. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Wyniki oglądalności stacji telewizyjnych w lutym

Całodobowa oglądalność ogółem TVN spadła w lutym z 14,0% do 13,8%. Udział w widowni Polsatu wzrósł w tym samym czasie z 14,1% do 14,8%. Spadła widownia stacji telewizji publicznej: TVP1 z 19,6% do 16,6%, a TVP2 z 13,9% do 13,1%. W skali całej Grupy TVN udział w widowni wzrósł z 19,4% do 20,4%, Grupy Polsat wzrósł z 17,6% do 19,2%, a telewizji publicznej spadł z 38,8% do 35,6%. Z kolei całodobowa oglądalność w grupie komercyjnej (16-49 lat) Polsatu wzrosła w lutym z 16,1% do 16,8%. W tym samym czasie oglądalność kanału TVN spadła z 15,0% do 14,4%. Udział TVP1 spadł z 15,4% do 13,1%, a TVP2 z 12,4% do 11,1%. W skali całej Grupy Polsat oglądalność wzrosła z 19,9% do 21,5%, a w Grupie TVN z 20,3% do 21,1%. Oglądalność stacji telewizji publicznej spadła z 31,1% do 28,3%. Nadal widoczny jest trend spadku oglądalności dużych stacji telewizyjnych, któremu póki co opiera się tylko Polsat dzięki poszerzonemu zasięgowi. Oczekujemy, że w maju kiedy wygaśnie pozytywny efekt bazy zasięgu oglądalność Polsatu może charakteryzować się już niższymi dynamikami. W tej chwili oglądalność stacji należących do Polsatu i TVN podtrzymywana jest przez stacje tematyczne, jednak odbywa się to naszym zdaniem przy coraz większym koszcie kontentu. W lutym widoczna jest zwłaszcza bardzo wysoka oglądalność stacji informacyjnych (TVN24, Polsat News i TVP Info).

0,1 PLN nadzwyczajnej dywidendy na akcję

Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy zdecydowało 30 marca o wypłacie 0,1 PLN nadzwyczajnej dywidendy w związku z osiągnięciem przez platformę 'n' dodatniego wyniku EBITDA. Dniem dywidendy będzie 16 kwietnia 2012 r. Plan wypłaty nadzwyczajnej dywidendy Zarząd spółki wyjawiał po wynikach 4Q2011. Informacja jest już więc zdyskontowana przez rynek.

Onet jednak na sprzedaż?

Według doniesień *Pulsu Biznesu* Zarząd TVN podjął decyzję o sprzedaży Onetu. Miał już złożyć Łukaszowi Wejchertowi ofertę sprzedaży portalu za 1,2 mld PLN, jednak akceptowalną ofertą byłoby zaledwie 800-900 mln PLN. Do tej pory Zarząd TVN na każdym kroku zaznaczał kluczowe znaczenie portalu w strategii rozwoju Grupy. W minionym roku było to najlepsze aktywo Grupy. Decyzja o sprzedaży Onetu byłaby tym bardziej dziwna, że kilka miesięcy temu do ITI wszedł Canal Plus, który docelowo miałby się stać większościowym akcjonariuszem Grupy. Wydaje się, że z punktu widzenia Canal Plus obecność na szybko rozwijającym się na rynku polskim segmencie internetowym byłaby wartością dodaną. Z drugiej strony *Puls Biznesu* wcześniej udowodnił, że w TVN ma bardzo dobre źródła informacji (wcześniej z wyprzedzeniem napisali o strukturze wejścia Canal Plus do ITI), co zwiększa prawdopodobieństwo takiego ruchu Zarządu. Byłaby to jednoznacznie negatywna informacja tym bardziej w kontekście poziomu wyceny jaka pada w artykule (800-900 mln PLN) wobec 1,37 mld PLN wartości księgowej Onet.

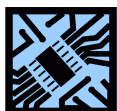
Zawarcie transakcji zabezpieczających

TVN poinformował o zawarciu transakcji forward na kwotę 200 mln EUR (zabezpieczenie bilansowe obligacji) oraz 18,3 mln EUR i 3,7 mln USD (zabezpieczenie części ekspozycji walutowej z tytułu działalności operacyjnej). Termin rozliczenia transakcji to 2 października



2012 r. W chwili obecnej TVN posiada bardzo dużą naturalną ekspozycję walutową. Dlatego też jej częściowe zabezpieczenie za pomocą instrumentów pochodnych odbieramy pozytywnie.

IT



AB (Trzymaj)

Cena bieżąca: 21,2 PLN

Cena docelowa: 22,5 PLN

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2012-03-05

Podstawowe dane (mIn PLN)

(mIn PLN)	2010/11	2011/12P	zmiana	2012/13P	zmiana	2013/14P	zmiana		
Przychody	3 564,4	3 671,8	3,0%	3 850,6	4,9%	4 059,8	5,4%	Liczba akcji (mln)	16,1
EBITDA	69,7	69,9	0,2%	73,4	5,0%	77,4	5,5%	MC (cena bieżąca)	342,3
marża EBITDA	2,0%	1,9%		1,9%		1,9%		EV (cena bieżąca)	464,3
EBIT	60,9	61,1	0,4%	64,3	5,3%	68,1	5,9%	Free float	38,9%
Zysk netto	51,7	40,3	-21,9%	43,5	7,8%	48,7	12,0%		
P/E	6,6	8,5		7,9		7,0		Zmiana ceny: 1m	-4,5%
P/CE	5,7	7,0		6,5		5,9		Zmiana ceny: 6m	11,6%
P/BV	1,0	0,9		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	-20,6%
EV/EBITDA	7,2	6,9		6,3		5,8		Max (52 tyg.)	26,7
Dyid (%)	1,5	1,2		1,3		1,4		Min (52 tyg.)	17,3



Negatywny dla spółki trend umocnienia czeskiej korony względem polskiego złotego w marcu zatrzymał się, co daje AB szanse na osiągnięcie dobrych wyników za pierwszy kwartał kalendarzowy. Stwarza to realne szanse na przekroczenie naszej prognozy wyników za rok obrotowy 2011/2012 (obecnie 40,3 mln PLN). Szacujemy, że całoroczny zysk może wynieść 43,0 mln PLN, co przekłada się na 8,0xPE2011 i 11,0% dyskonto do spółek porównywalnych. Z drugiej strony mankamentem spółki pozostaje wysokie zadłużenie pod kapitał obrotowy, co implikuje premię na wskaźniku EV/EBITDA. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Zgodnie z oczekiwaniami

Wyniki AB wypracowane w drugim kwartale roku obrotowego 2011/2012 są zgodne z naszymi oczekiwaniami i nieco słabsze od konsensusu rynkowego. Skonsolidowane przychody sięgnęły 1429,0 mln PLN (+3,7% vs. nasza prognoza). Największym kontrybutor do przychodów był rynek polski, na którym spółka zrealizowała około 793 mln PLN zewnętrznej sprzedaży. Na rynku czeskim AB zrealizowało 553,7 mln PLN przychodów ze sprzedaży poza Grupę. Przychody zrealizowane na rynku słowackim to 82,2 mln PLN.

W kategoriach wyniku netto kluczowy okazał się jednak rynek czeski, gdzie spółka uzyskała 15,5 mln PLN zysku brutto. Wynik osiągnięty na rynku polskim to 10,2 mln PLN, przy 0,6 mln PLN zysku brutto wypracowanym na rynku słowackim.

Na poziomie całej Grupy zwraca uwagę niska marża brutto na sprzedaży (zaledwie 4,9% przy prognozowanych przez nas 5,9%) oraz niskie ujemne saldo na pozostałej działalności operacyjnej, gdzie spółka zazwyczaj księgowała wysokie rezerwy na przyszłe bonusy dla sieci sprzedażowych (-0,2 mln PLN wobec prognozowanych -12,0 mln PLN). Rozbieżności w obydwu wartościach wynikają z rekasyfikacji części pozycji kosztowych i przeniesieniu ich do wartości sprzedanych towarów. Saldo tych odchyleń vs. nasze oczekiwania było w przybliżeniu zerowe i pozytywne odchylenie od szacowanego przez nas wyniku operacyjnego wynika przede wszystkim z niższych kosztów ogólnych działalności (36,5 mln PLN vs. 39,1 mln PLN prognozy).

Na nieco niższy od naszych oczekiwań wynik netto wpłynęło saldo na działalności finansowej, które wyniosło -7,8 mln PLN (-2,7 mln PLN prognozy). Główną pozycją salda są ujemne różnice kursowe. Pojawienie się tej pozycji jest zaskakujące, gdyż spółka przeszła na rachunkowość zabezpieczeń i w związku z tym różnice kursowe powinny być uwzględnione w marży brutto, bądź przeszacowane przez kapitały własne. Mimo pojawienia się tej pozycji spółka osiągnęła jednak 21,6 mln PLN zysku netto.

Przepływ operacyjny był w czwartym kwartale tradycyjnie ujemny z uwagi na duże zaangażowanie środków w kapitale obrotowym. W porównaniu do stanu z ubiegłego roku widać istotną poprawę w tym zakresie (-25,5 mln PLN przepływu z działalności operacyjnej w 2Q2011/2012 vs. -108,0 mln PLN w 2Q2010/2011).

Podsumowując, mimo że wyniki okazały się nieco słabsze od oczekiwań rynkowych to odbieramy je umiarkowanie pozytywnie. Po 6 miesiącach bieżącego roku obrotowego spółka ma już wypracowane 31,7 mln PLN zysku netto, co czyni naszą całoroczną prognozę (40,3 mln PLN zysku netto) bardzo konserwatywną.



Action (Redukuj)

Cena bieżąca: 22,14 PLN Cena docelowa: 18,1 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2012-03-05

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 105,9	2 804,8	33,2%	2 787,6	-0,6%	3 008,8	7,9%	Liczba akcji (mln)	17,0
EBITDA	46,2	68,8	48,9%	64,0	-7,0%	66,8	4,5%	MC (cena bieżąca)	375,4
marża EBITDA	2,2%	2,5%		2,3%		2,2%		EV (cena bieżąca)	442,7
EBIT	34,6	57,3	65,9%	52,0	-9,3%	54,7	5,2%	Free float	36,8%
Zysk netto	25,8	42,4	64,5%	37,9	-10,7%	40,9	7,9%		
P/E	14,6	8,9		9,9		9,2		Zmiana ceny: 1m	2,5%
P/CE	10,0	7,0		7,5		7,1		Zmiana ceny: 6m	36,2%
P/BV	2,0	1,7		1,5		1,3		Zmiana ceny: 12m	16,5%
EV/EBITDA	9,7	6,7		6,9		6,4		Max (52 tyg.)	23,5
Dyid (%)	3,7	3,8		2,1		2,0		Min (52 tyg.)	13,5



Zgodnie z naszymi oczekiwaniami czwarty kwartał był dla spółki bardzo udany. Jednocześnie uważamy, że dużym wsparciem dla wyników realizowanych w drugim półroczu 2012 roku było zachowanie kursów walutowych, które dawało spółce premię eksportową zwiększając zarówno rentowność jak i wolumeny sprzedaży zagranicznej. W związku z tym oczekiwaliśmy, że pierwsze półrocze wobec umocnienia złotego przebiegać będzie już pod znakiem niższych dynamik wzrostu sprzedaży (wzrost będzie występował nadal w związku z konsolidacją polskiego rynku). W drugim półroczu, gdzie spółka wkroczy w wysoką bazę doniesienia może dojść nawet do spadku sprzedaży. Jednocześnie do trendów osłabienia wzrostu przychodów rentowność działalności będzie ograniczana przez umowę sponsoringową z Legią Warszawa, a także niższą marżę na sprzedaży eksportowej. Podtrzymujemy rekomendację redukcji.

Wyniki 4Q2011

Wyniki Action w czwartym kwartale 2011 roku okazały się słabsze od naszych oczekiwań i konsensusu rynkowego. Wpływ na zaprezentowane w kwartale wyniki ma m.in. korekta wartości należności na kwotę 1,7 mln PLN. Z uwagi na powyższy odpis całoroczna kwota aktualizacji wartości należności handlowych okazała się 5-krotnie wyższa niż w ubiegłym roku kiedy to wyniosła 0,5 mln PLN. Wysokie odpisy mogą wskazywać na fakt, że spółka wykorzystywała dobre wyniki okresu do rozpoznania części kosztów, które mogłyby się pojawić w przyszłych okresach.

Prócz odpisów na uwagę zasługuje bardzo niska marża brutto, która wyniosła 6,8% mimo że otoczenie słabnącego złotego powinno sprzyjać uzyskiwaniu wyższych rentowności na tym poziomie. Wpływ na taki poziom rentowności może mieć zwiększenie kanałów sprzedaży o niższej marżowości (eksport, dostawy dla telekomów itd.) a częściowo presja konkurencyjna. Niska marża brutto była uwzględniana w naszych prognozach.

Wyższe od oczekiwań okazały się koszty sprzedaży (36,3 mln PLN wobec oczekiwanych 33,4 mln PLN). Z jednej strony odchylenie to mogło zostać spowodowane rozpoznaniem w tej części rachunku wyników większości kosztów związanych z bonusami dla sieci detalicznych (my zakładaliśmy pojawienie się części z nich na poziomie salda na pozostałej działalności operacyjnej w postaci rezerw na przyszłe zobowiązania). Z drugiej spółka mogła obciążyć wyniki 4Q częścią kosztów związanych z umową sponsorską z Legią Warszawa.

Ponadto, w sprawozdaniu z działalności Zarządu podane są informacje na temat rozbicia geograficznego sprzedaży. Wynika z niego, że w skali drugiego półrocza sprzedaż poza rynek polski wzrosła o 226,2% ze 126,6 mln PLN do 412,9 mln PLN. Tym samym eksport i dostawy UE stanowiły w 2H2011 aż 24,4% skonsolidowanej sprzedaży spółki. Może to mieć naszym zdaniem kluczowe znaczenie w kontekście wyników realizowanych w 2012 roku, jeśli otoczenie walutowe okaże się mniej sprzyjające od ubiegłorocznego.

Pozytywnie odbieramy zmniejszenie zadłużenia netto jakie odbywa się w spółce. Na koniec roku dług netto wynosił już zaledwie 88,5 mln PLN. Pozytywny przepływ operacyjny w 4Q2011 wyniósł 9,1 mln PLN, co biorąc pod uwagę sezonową dużą presję na kapitał obrotowy należy uznać za bardzo dobry wynik.

Podsumowując, wyniki 4Q, mimo że nominalnie nieco słabsze od oczekiwań oceniamy neutralnie. Nasze obawy budzą jednak perspektywy 2012 roku wobec wyższej bazy kosztowej (umowa sponsorska z Legią) i dużego uzależnienia od eksportu w kontekście słabszego otoczenia walutowego.

Rekomendacja Zarządu w sprawie dywidendy

Zarząd Action będzie rekomendował Walnemu Zgromadzeniu Akcjonariuszy podjęcie uchwały o przeznaczeniu 40% zysku netto z 2011 roku na wypłatę dywidendy, tj. 0,84 PLN na 1 akcję. Daje to rentowność dywidendową na poziomie 3,7%. 0,84 PLN na akcję stanowi 40% jednostkowego zysku netto (34,4 mln PLN), a nie skonsolidowanego przypadającego



akcjonariuszom jednostki dominującej. W kategoriach zysku skonsolidowanego wypłata wyniesie około 32,5% zysku.



ASBIS (Trzymaj)

Cena bieżąca: 2,5 PLN

Cena docelowa: 2,6 PLN

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2012-03-05

(mIn USD)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 435,1	1 482,1	3,3%	1 533,7	3,5%	1 642,8	7,1%	Liczba akcji (mln)	55,5
EBITDA	12,4	18,7	50,7%	17,7	-5,5%	18,9	6,8%	MC (cena bieżąca)	138,8
marża EBITDA	0,9%	1,3%		1,2%		1,1%		EV (cena bieżąca)	275,2
EBIT	9,4	15,7	66,1%	14,6	-7,0%	15,7	7,8%	Free float	65,4%
Zysk netto	0,9	5,4	471,0%	5,2	-3,3%	6,0	13,6%		
P/E	46,3	8,1		8,4		7,4		Zmiana ceny: 1m	-4,6%
P/CE	11,2	5,2		5,3		4,8		Zmiana ceny: 6m	67,8%
P/BV	0,5	0,5		0,4		0,4		Zmiana ceny: 12m	-24,9%
EV/EBITDA	6,9	4,1		4,9		5,0		Max (52 tyg.)	3,5
Dyid (%)	0,0	7,4		7,2		8,1		Min (52 tyg.)	1,1



ASBIS opublikował bardzo optymistyczną prognozę wyników na 2012 rok przewidując wypracowanie 7,5-9,0 mln USD zysku netto. Biorąc pod uwagę wąty wzrost sprzedaży na kluczowych rynkach jaki spółka osiągała w perspektywie ostatniego półrocza, a także pozytywny wpływ jaki na wyniki 2011 roku wywarł niedobór dysków twardych na globalnym rynku sądzymy, że poprawa rezultatów na poziomie zysku netto o co najmniej 38,9% jest poza zasięgiem spółki. Zakładamy, że spółka uporała się już z problemami z zabezpieczaniem swojej działalności operacyjnej przed ryzykiem kursowym. Wciąż jednak z uwagi na ekspozycję na rynki wschodnie ASBIS pozostaje spółką bardziej wrażliwą na ewentualne spowolnienie w globalnej gospodarce. Dlatego też, mimo że bieżąca wycena rynkowa implikuje interesujące według nas w dłuższym terminie dyskonto do wartości księgowej aktywów podtrzymujemy neutralne nastawienie do spółki. Według nas w perspektywie najbliższych miesięcy otoczenie spółki nie pozwoli na poprawę ROE ponad koszt kapitału, co z kolei uzasadnia na bieżącą chwilę istnienie dyskonta do wartości księgowej.

Prognoza na 2012

ASBIS Enterprises Plc prognozuje, że w 2012 roku osiągnie przychody ze sprzedaży na poziomie pomiędzy 1,55 mld USD a 1,65 mld USD i zysk netto po opodatkowaniu w wysokości pomiędzy 7,5 mln USD a 9,5 mln USD. Prognoza wydaje się bardzo ambitna. W zeszłym roku pierwotna prognoza przewidywała osiągnięcie w 2011 roku 6,0-7,5 mln USD zysku netto, która następnie została obniżona do 3,0-4,5 mln USD. Obniżona prognoza została ostatecznie przekroczona jednak z dużym udziałem wydarzenia jednorazowego w postaci wysokich marż na dyskach po tajlandzkiej powodzi.



Asseco Poland (Kupuj)

Cena bieżąca: 49,31 PLN

Cena docelowa: 65 PLN

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-27

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 237,7	4 641,3	43,4%	4 862,1	4,8%	5 117,8	5,3%	Liczba akcji (mln)	77,6
EBITDA	695,0	812,5	16,9%	844,3	3,9%	873,7	3,5%	MC (cena bieżąca)	3 824,8
marża EBITDA	21,5%	17,5%		17,4%		17,1%		EV (cena bieżąca)	4 561,4
EBIT	569,0	660,0	16,0%	688,6	4,3%	715,3	3,9%	Free float	66,8%
Zysk netto	415,1	389,3	-6,2%	421,2	8,2%	450,3	6,9%		
P/E	9,2	9,8		9,1		8,5		Zmiana ceny: 1m	-3,9%
P/CE	7,1	7,1		6,6		6,3		Zmiana ceny: 6m	10,7%
P/BV	0,7	0,6		0,6		0,5		Zmiana ceny: 12m	-8,4%
EV/EBITDA	6,7	5,9		5,4		4,9		Max (52 tyg.)	54,6
Dyid (%)	3,0	3,7		3,3		3,5		Min (52 tyg.)	35,5



Asseco Poland przedstawiło plan wykupu mniejszościowych akcjonariuszy w Asseco Central Europe poprzez wymianę akcji w parytecie 2,1:1. Parytet ten uznajemy za stwarzający korzyści dla obydwu stron. Z jednej strony Asseco Poland płaci akcjonariuszom spółki zależnej premię w stosunku do notowań Asseco Central Europe sprzedając transakcji. Z drugiej jednak strony parytet EPS skorygowanych o wydarzenia jednorazowe w obydwu spółkach wynosi 1,95:1, co oznacza, że Asseco Poland skupiłoby kapitały mniejszości w korzystniejszej proporcji niż są generowane zyski przez obydwie podmioty. Tym samym zniknęłoby głębokie dyskonto z jakim m.in. z uwagi na niską płynność notowane są akcje Asseco Central Europe, a akcjonariusze obydwu spółek podzieliłoby się wartością powstałą z likwidacji tego dyskonta. Jednocześnie spółka wypłacać będzie dywidendę w wysokości 2,19 PLN na akcję, co daje 4,4% rentowności dywidendowej i również powinno wspierać notowania Asseco. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wyższa amortyzacja, niższy podatek

Wyniki Asseco Poland w czwartym kwartale 2011 roku były na poziomie EBITDA zgodne z naszymi oczekiwaniami. Na poziomie zysku operacyjnego nastąpiło negatywne odchylenie od prognoz z uwagi na dużo wyższą od naszych oczekiwań amortyzację zaksięgowaną w okresie (66,8 mln PLN vs. 44,0 mln PLN prognozy). Wyższe odpisy amortyzacyjne powstały na poziomie Formuła Systems. Na rynku izraelskim Grupa Asseco Poland odnotowała w 4Q2011 zaledwie 15,4 mln PLN zysku operacyjnego i 32,9 mln PLN amortyzacji. Wynik Formuły został więc zreklasyfikowany na potrzeby konsolidacji, gdyż izraelska Grupa pokazała według własnego raportu rocznego 10,7 mln USD zysku operacyjnego w czwartym kwartale.

Odchylenie widoczne na poziomie zysku EBIT zostało niemal całkowicie zniwelowane na poziomie zysku netto z uwagi na niskie obciążenie podatkowe (17,7 mln PLN tj. 9,6% efektywnej stawki podatkowej). Niskie obciążenie podatkowe zostało zaksięgowane na rynku niemieckim (0,3 mln PLN zaksięgowanego zwrotu podatku) oraz izraelskim (zaksięgowane negatywne obciążenie podatkiem na kwotę 2,4 mln PLN).

Na wartość zysku netto wpływ miało również rozpoznanie zysku na rozwodnieniu udziałów w Sapiens International na skutek podwyższenia kapitału na kwotę 44,5 mln PLN. Wpływ powyższego przeszacowania na poziom zysku netto był jednak dużo niższy (około 22,8 mln PLN) z uwagi na udziały mniejszości. Wpływ tego wydarzenia jednorazowego był jednak uwzględniany w naszej prognozie.

Duża poprawa nastąpiła na poziomie przepływów operacyjnych generowanych zarówno przez Grupę jak i spółkę matkę. W skali całej Grupy sięgnęły one w 4Q2011 245 mln PLN, podczas gdy przez pierwsze trzy kwartały roku ich wartość wyniosła 301,3 mln PLN. Duży wpływ na uzyskane w kwartale przepływy miała jednostka dominująca, gdzie wygenerowano 123,7 mln PLN z działalności operacyjnej wobec 64,4 mln PLN w 4Q2010.

Na koniec roku Asseco Poland posiadało na poziomie jednostkowym 127,8 mln PLN gotówki netto, a na poziomie skonsolidowanym 368,3 mln PLN.

Podsumowując, wyniki Asseco Poland osiągnięte w czwartym kwartale oceniamy neutralnie. Spółka, mimo że ucierpiała na skutek spadku wpływów z PKO BP dosyć dobrze poradziła sobie z trudnym zadaniem zrehabilitowania tego ubytku w wynikach. Duże wdrożenia w polskiej administracji powinny być tymczasem wsparciem dla wyników osiąganych w ciągu najbliższych trzech lat.

Parytet wymiany akcji z Asseco Central Europe na poziomie 2,1

W projektach WZA Asseco Poland, które odbędzie się 25 kwietnia 2012 roku znalazło się warunkowe podwyższenie kapitału o 5,68-6,095 mln PLN (cena nominalna akcji 1 PLN). Parytet wymiany akcji z akcjonariuszami mniejszościowymi Asseco Central Europe ma zostać ustalony na poziomie 2,1. Przy obecnych notowaniach powyższy parytet daje premię za akcje Asseco

Central Europe (23,4 PLN vs. 22,0 PLN z dnia poprzedzającego ogłoszenie). W kategoriach P/E jednak zakup odbywałby się po wskaźniku 9,1 P/E 2011, co uważamy za atrakcyjny wskaźnik z punktu widzenia Asseco Poland, gdyż pozwala na nieznaczne obniżenie w przypadku powodzenia wezwania wskaźników dla spółki.

Zgoda UOKiK na przejęcie ZETO Łódź

UOKiK wyraził zgodę na przejęcie przez Asseco Poland Centrum Komputerowego ZETO. Oczekiwana informacja. Kwota transakcji 42,1 mln PLN. ZETO Łódź osiągnęło w 2010 roku 51,6 mln PLN przychodów; 9,1 mln PLN EBITDA i 5,6 mln PLN zysku netto posiadając na koniec 2010 roku 17,7 mln PLN gotówki netto. Wynik tamtego roku był nieznacznie zawyżony przez dotację na kwotę 1,45 mln PLN.

Kontrowersje wokół przetargu dla ENEI

Puls Biznesu pisze o problemach w przetargu na system bilingowy dla ENEI. ENEA odwołała poprzednie postępowanie bez wyboru dostawcy. Teraz ogłosiła nowy przetarg z dużo ostrzejszymi warunkami, co jest krytykowane przez spółki informatyczne, w tym Asseco Poland. Trudno na obecną chwilę przewidzieć jak zakończy się impas pomiędzy ENEA i spółkami informatycznymi. Bardzo prawdopodobne wydają się jednak dalsze opóźnienia, co negatywnie przekładać się będzie na branżę IT.

Wycofanie z przetargu dla ENEI

Asseco Poland podjęło decyzję o wycofaniu oferty w przetargu na budowę i wdrożenie Informatycznego Systemu Obsługi Klientów (ISOK) obejmującego system billingowy i system CRM, ogłoszonego w grudniu 2011 roku przez Eneę. Budżet tego projektu szacowany był na około 60 mln PLN. ENEA odwołała w listopadzie poprzednie postępowanie bez wyboru dostawcy. Następnie ogłosiła nowy przetarg z dużo ostrzejszymi warunkami, co było krytykowane przez spółki informatyczne, w tym Asseco Poland, które zamierzało nawet złożyć zażalenie do UOKiK. Wycofanie się z postępowania przetargowego jest kontynuacją konfliktu. Proces wyboru wykonawcy systemu może się w związku z tym dalej mocno wydłużać, co stanowi negatywną informację dla branży. Jej wpływ jest jednak ograniczony, gdyż zamówienie nie ma wartości istotnej z punktu widzenia rynku IT.

Wezwanie na Sygnity przedłużone?

Zgodnie z wypowiedzią szefowej działu prawnego w Asseco Poland zapisy w wezwaniu ogłoszonym przez Asseco na Sygnity najprawdopodobniej zostaną wydłużone, gdyż do 10 kwietnia Asseco może nie uzyskać zgody UOKiK na przejęcie, co jest jednym z warunków dojścia wezwania do skutku. W naszej opinii realizacja wezwania przy obecnej cenie (21 PLN) będzie trudna do realizacji nawet przy wydłużonym okresie wezwania.



ComArch (Redukuj)

Cena bieżąca: 64,4 PLN

Cena docelowa: 45,9 PLN

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-10-13

(mln PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	761,4	784,6	3,1%	825,3	5,2%	877,5	6,3%	Liczba akcji (mln)	8,1
EBITDA	64,4	81,3	26,2%	64,8	-20,3%	70,9	9,4%	MC (cena bieżąca)	518,5
marża EBITDA	8,5%	10,4%		7,9%		8,1%		EV (cena bieżąca)	467,9
EBIT	24,8	39,6	59,7%	28,3	-28,7%	34,8	23,0%	Free float	38,1%
Zysk netto	43,7	37,5	-14,3%	32,1	-14,4%	34,5	7,6%		
P/E	11,9	13,8		16,2		15,0		Zmiana ceny: 1m	1,2%
P/CE	6,2	6,6		7,6		7,3		Zmiana ceny: 6m	30,0%
P/BV	0,9	0,9		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	-32,3%
EV/EBITDA	6,6	5,9		7,2		6,4		Max (52 tyg.)	98,0
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	46,7



Na historycznym wyniku 2011 roku Comarch notowany jest przy 13,8xP/E 2011 i 5,9xEV/EBITDA 2011, co implikuje premię w relacji do spółek porównywalnych. Tymczasem uważamy, że w bieżącym roku trudno będzie Comarchowi powtórzyć ubiegłoroczne rezultaty, co jest z kolei zakładane w porównywalnych spółkach. Około 7,0 mln PLN Comarch zarobił w 2011 roku na sprzedaży piłkarzy przez Cracovię. Ponadto, nowo utworzona placówka diagnostyczna w Krakowie funkcjonować będzie bez kontraktu z NFZ a co za tym idzie wygeneruje według oczekiwań Zarządu 5-7 mln PLN straty operacyjnej. W odniesieniu do Comarch SuB dostrzegamy starania zmierzające w celu przywrócenia spółce rentowności polegające m.in. na redukcji zatrudnienia w spółce zależnej (spadek liczby zatrudnionych z 318 pracowników na koniec 2010 roku przez 281 pracowników na koniec 1H2011, 273 pracowników na koniec 3Q2011 do 250 pracowników na koniec 2011 roku). Obawiamy się jednak, że wobec stałego spadku przychodów Comarch SuB we wszystkich obszarach wprowadzone cięcia kosztów mogą okazać się niewystarczające do osiągnięcia progu rentowności już w tym roku. Podtrzymujemy rekomendację redukuj.

Comarch oczekuje 10% wzrostu w segmencie ERP

Zgodnie z wypowiedzią Wiceprezesa Zbigniewa Rymarczyka Comarch liczy na 10% wzrost przychodów w obszarze ERP. Jest to niewątpliwie ambitny cel. Tym bardziej, że sprzedaż ERP na rynku niemieckim pozostawała w ostatnich latach w silnym trendzie spadkowym, co utrudnia osiągnięcie zakładanych dynamik w skali całej Grupy.



Sygnity (Trzymaj)

Cena bieżąca: 23,2 PLN

Cena docelowa: 23 PLN

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2012-03-05

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	524,0	566,0	8,0%	611,8	8,1%	655,6	7,2%	Liczba akcji (mln)	11,9
EBITDA	-7,5	23,4		43,5	86,1%	49,1	12,9%	MC (cena bieżąca)	275,7
marża EBITDA	-1,4%	4,1%		7,1%		7,5%		EV (cena bieżąca)	286,7
EBIT	-34,3	8,0		27,6	245,2%	32,9	19,3%	Free float	77,4%
Zysk netto	-42,8	8,2		17,2	109,8%	24,2	40,8%		
P/E		33,7		16,1		11,4		Zmiana ceny: 1m	8,4%
P/CE		11,7		8,3		6,8		Zmiana ceny: 6m	29,7%
P/BV	1,2	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	-0,6%
EV/EBITDA		12,7		6,6		5,4		Max (52 tyg.)	28,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		2,6		Min (52 tyg.)	14,0



Najprawdopodobniej wezwanie Asseco Poland na 100% akcji Sygnity zostanie przedłużone, co czyni z oferty główny czynnik wpływający na wycenę spółki w perspektywie najbliższego miesiąca. Coraz bardziej prawdopodobne wydaje się naszym zdaniem podniesienie ceny wezwania, co zresztą wydaje się już uwzględnione w bieżących notowaniach Sygnity, które nadal utrzymują się powyżej oferowanych 21 PLN. Nie sądzimy jednak by skala podniesienia ceny oferowanej była istotna i odbiegała mocno in plus od naszej ceny docelowej. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Powiększenie linii kredytowej w ING BSK

Sygnity podpisało aneks do umowy kredytowej z ING BSK powiększający wartość linii kredytowej z 30 mln PLN do 50 mln PLN. Informację odbieramy pozytywnie. Spółka miała jeszcze półtora roku temu problemy z finansowaniem. Dziś banki coraz chętniej kredytują jej działalność, a powiększenie limitu jest na to dowodem. Elastyczne finansowanie bankowe ułatwi też optymalizację kosztów finansowych i zredukowanie stanu drogiego długu obligacyjnego.

Stanowisko Zarządu w sprawie wezwania Asseco Poland

Zarząd Sygnity w oficjalnym stanowisku wypowiedział się przeciwko ofercie wezwania Asseco Poland uznając cenę 21 PLN za akcję za będącą poniżej wartości godziwej. Stanowisko Zarządu Sygnity jest zgodne z oczekiwaniami.

Korekta prognoz rocznych

Zarząd Sygnity dokonał korekty dotychczasowych prognoz wyników finansowych na 2012 rok. Obniżono prognozę przychodów do 580-620 mln PLN (poprzednio 650-700 mln PLN). Jednocześnie pozostawiono bez zmian przedział rentowności operacyjnej (5-7%). Z punktu widzenia naszych prognoz, jak również konsensusu rynkowego obniżenie prognoz niewiele zmienia, ponieważ rynek nie zakładał osiągnięcia przez spółkę takiego poziomu wyników. Nasza prognoza to 611,8 mln PLN i 27,6 mln PLN EBIT (około 4,5% rentowności). Po weryfikacji prognoz znajdujemy się więc w przedziale prognozy jeżeli chodzi o przychody, jednak nadal pozostajemy poniżej prognozowanego przez Zarząd przedziału w odniesieniu do EBIT (5%*580 mln PLN= 29 mln PLN EBIT). Zastanawia decyzja, by dokonać korekty prognoz przed wezwaniem Asseco Poland, któremu Zarząd zgodnie ze swoim oficjalnym stanowiskiem jest przeciwny.

Wniosek o dopuszczenie do przetargu w BGK

Konsorcjum Hewlett-Packard Polska i Sygnity jest jednym z trzech wykonawców, którzy złożyli wnioski o dopuszczenie do udziału w postępowaniu na "Wdrożenie Centralnego Systemu Bankowego wraz z niezbędną infrastrukturą oraz usługą utrzymania" w Banku Gospodarstwa Krajowego. Kontrakt potencjalnie może być wart kilkadziesiąt milionów złotych jednak obecny etap postępowania przetargowego jest bardzo wczesny i nie wpływa naszym zdaniem na wycenę spółki.

Emisja obligacji na kwotę 60 mln PLN

Sygnity wyemitowało roczne obligacje serii A1 o wartości 60 mln PLN. Rzecznik Sygnity Michał Michalski poinformował PAP, że cel emisji to refinansowanie obligacji ze starego portfela oraz inwestycje w rozwój produktów. Spłacenie obligacji ze starego portfela ma przynieść spółce ponad 0,5 mln PLN oszczędności w skali roku. Refinansowanie zadłużenia odbieramy pozytywnie, gdyż przyniesie ono wymierne oszczędności po stronie kosztów finansowych. W kontekście rozwoju własnych produktów ryzyko jest dużo wyższe, dlatego naszym zdaniem prace rozwojowe powinny być finansowane ze środków własnych.

Wezwanie na Sygnity przedłużone?

Zgodnie z wypowiedzią szefowej działu prawnego w Asseco Poland zapisy w wezwaniu ogłoszonym przez Asseco na Sygnity najprawdopodobniej zostaną wydłużone, gdyż do 10 kwietnia Asseco może nie uzyskać zgody UOKiK na przejęcie, co jest jednym z warunków dojścia wezwania do skutku. W naszej opinii realizacja wezwania przy obecnej cenie (21 PLN) będzie trudna do realizacji nawet przy wydłużonym okresie wezwania.

Podpisanie aneksu do umowy z NBP

Sygnity podpisało z NBP aneks nr. 1 do umowy z września 2009 r. na świadczenie usług serwisowych dla podsystemów Zintegrowanego Systemu Księgowego. Całkowita wartość wynagrodzenia aneksu nr. 1 nie przekroczy 35,74 mln PLN netto. Umowa realizowana będzie do 30 września 2015 roku. Powyższe zamówienie stanowi 5,8% szacowanych przez nas na ten rok skonsolidowanych przychodów spółki.

Górnictwo, metale



JSW (Kupuj)

Cena bieżąca: 96,8 PLN

Cena docelowa: 127 PLN

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2012-01-23

Podstawowe dane (mIn PLN)

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana		
Przychody	7 288,9	9 376,8	28,6%	8 605,1	-8,2%	8 366,3	-2,8%	Liczba akcji (mln)	119,2
EBITDA	2 770,5	3 576,9	29,1%	2 797,6	-21,8%	2 531,8	-9,5%	MC (cena bieżąca)	11 539,3
marża EBITDA	38,0%	38,1%		32,5%		30,3%		EV (cena bieżąca)	9 221,5
EBIT	1 946,9	2 732,6	40,4%	1 878,9	-31,2%	1 535,6	-18,3%	Free float	33,0%
Zysk netto	1 454,2	2 086,6	43,5%	1 472,3	-29,4%	1 204,7	-18,2%		
P/E	7,2	5,0		7,8		9,6		Zmiana ceny: 1m	-1,9%
P/CE	4,6	3,6		4,8		5,2		Zmiana ceny: 6m	4,1%
P/BV	1,7	1,2		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	3,3	2,4		3,3		3,6		Max (52 tyg.)	141,5
Dyid (%)	1,2	2,6		4,5		3,8		Min (52 tyg.)	81,3



W przeciwieństwie do cen miedzi, srebra czy ropy, ceny stali a w efekcie węgla koksowego nie podlegają spekulacjom funduszy. Tu decydują dane o popycie i podaży, a popyt z największego rynku – tj. Chin – jest nadal słaby. W efekcie cena stali w Europie utrzymuje się na poziomie 510-520 Euro/t (-5,3% od początku roku) i nie pozostawia miejsca do podwyżek cen węgla koksowego. Nasza wycena JSW zakłada odbudowanie się popytu na stal (zgodnie z konsensusem) w drugim półroczu. Kolejne słabsze wskaźniki wyprzedzające z Chin mogą oznaczać konieczność weryfikacji tych założeń.

Słabszy wynik na 4Q2011

JSW zakończyła 2011 rok przychodami na poziomie 9,38 mld PLN, zyskiem operacyjnym 2,73 mld PLN i zyskiem netto w wysokości 2,1 mld PLN. Oznacza to, że w 4Q wartości te wyniosły odpowiednio: 2 216, 1 148, 1 019 mln PLN. Na poziomie operacyjnym w stosunku do naszych prognoz (odpowiednio: 2 411/925/631 mln PLN) i konsensusu rynkowego (odpowiednio: 2640/1004/788 mln PLN) wyniki są nieco słabsze. Wprawdzie nominalny wynik EBIT i netto są wyższe niż prognozy, ale te nie uwzględniają istotnego zdarzenia jednorazowego jakim jest obniżenie kosztu przyznanych akcji pracowniczych w związku z planowanym ich umorzeniem (pozytywny wpływ na EBIT za 4Q w kwocie 244 mln PLN). Skorygowany o wspomniane zdarzenie EBIT wynosi 904 mln PLN. Na koniec roku spółka posiadała 2,16 mld PLN gotówki netto. Na poziomie produkcji i sprzedaży wyniki są zgodne z oczekiwaniami. Wydobycie w ostatnim kwartale wzrosło w przypadku węgla koksującego do 2,4 mln ton (+16% q/q) a węgla energetycznego do 1,1 mln ton (+15,5% q/q). Zgodnie z zapowiedziami zarządu (słaby popyt) niższa była produkcja i sprzedaż koksu (odpowiednio: 0,75 mln ton -22% q/q, 0,7 mln ton -21% q/q). Spółka nie podaje w raporcie kwartalnym cen sprzedaży za ostatnie 3 miesiące 2011 (poda w prezentacji wyników). Z naszych szacunków wynika jednak, że za słabszy niż oczekiwania wynik na poziomie przychodów i zysk na podstawowej działalności odpowiadają właśnie istotnie niższe ceny sprzedaży węgla koksowego. W naszej prognozie zakładaliśmy spadek do 260 USD/t (-10% q/q). Z wstępnych szacunków wynika, że była to wartość ok 240 USD/t, tj. -17% q/q (istotnie niżej niż ceny benchmarkowe).

Zarząd o sytuacji w spółce

W 2012 produkcja węgla może być wyższa niż zakłada plan i wynieść 13,6 mln ton. W naszych dotychczasowych prognozach zakładaliśmy poziom 13,6 mln ton z czego 71% to węgiel koksowy. Wcześniejsze zapowiedzi spółki sugerowały poziom tegorocznego wydobycia 13,3 mln ton. JSW oczekuje w tym roku stabilizacji cen węgla i koksu. Zarząd spodziewał się stabilizacji cen już w poprzednim kwartale. Opóźnianie to efekt słabszego popytu z rynku chińskiego. W naszych prognozach zakładaliśmy średnioroczną cenę węgla typ 35 na poziomie 230 USD/t. przy kursie USD/PLN równym 3,3. Sytuacja na rynku wskazuje, że będzie to raczej poziom 215 USD/t. przy 3,1 za USD. Przyjęcie takich założeń obniża prognozowany zysk netto z 2,1 mld PLN do 1,45 mld PLN (PE'12 8,5). Prezes spodziewa się też utrzymania w najbliższym czasie cen węgla energetycznego. Zgodne z oczekiwaniami. JSW samodzielnie analizowało możliwość fuzji z NWR, jednak nie toczyły się oficjalne rozmowy z właścicielami tej spółki. JSW postanowiła przez najbliższy rok-dwa skupić się na swoich projektach. JSW zamierza wydać w '12 na inwestycje 1,7 mld PLN 1,48 mld PLN w 2011 roku. Zgodne z oczekiwaniami (1,65 mld PLN).



KGHM (Trzymaj)

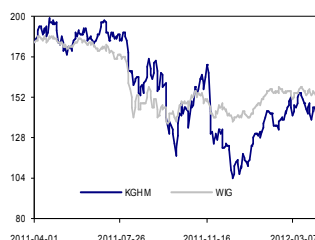
Cena bieżąca: 141 PLN

Cena docelowa: 151,5 PLN

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2012-03-05

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	15 945,0	20 097,4	26,0%	18 150,9	-9,7%	16 735,9	-7,8%	Liczba akcji (mln)	200,0
EBITDA	6 253,6	14 360,0	129,6%	7 864,6	-45,2%	6 168,4	-21,6%	MC (cena bieżąca)	28 200,0
marża EBITDA	39,2%	71,5%		43,3%		36,9%		EV (cena bieżąca)	18 115,3
EBIT	5 638,1	13 687,6	142,8%	7 147,6	-47,8%	5 392,0	-24,6%	Free float	68,0%
Zysk netto	4 568,6	11 334,5	148,1%	4 224,6	-62,7%	2 560,7	-39,4%		
P/E	6,2	2,5		6,7		11,0		Zmiana ceny: 1m	-0,2%
P/CE	5,4	2,3		5,7		8,5		Zmiana ceny: 6m	-1,4%
P/BV	2,0	1,2		1,2		1,2		Zmiana ceny: 12m	-26,6%
EV/EBITDA	4,1	1,1		2,3		3,0		Max (52 tyg.)	198,4
Dyid (%)	2,1	10,6		14,2		5,3		Min (52 tyg.)	104,6



Zgodnie z oczekiwaniami ceny metali utrzymują się na wysokich poziomach, negatywnie na wyniki spółki wpływa jednak dynamiczne umocnienie PLN w stosunku do USD. Ostatnio publikowane, słabe dane makro z Azji i Europy każą jednak zachować dużą ostrożność jeśli chodzi o dalsze prognozowanie cen surowców. Przejęcie Quadra nie powinno istotnie wpłynąć na zmianę wyceny akcji spółki, jednak zasadniczo zwiększa betę, w przypadku odwrócenia się trendu na cenach surowców. Nadal przyjmujemy pozytywny scenariusz, dlatego podtrzymujemy rekomendację neutralną z ceną docelową 151,5 PLN.

Po spotkaniu z analitykami

Na konferencji z analitykami KGHM nie przedstawił zbyt wielu nowych informacji dotyczących przejętej Quadry FNX. Jedyną nowością jest możliwość wprowadzenia do obrotu giełdowego w Kanadzie spółki KGHM International. Taki scenariusz byłby rozważany, gdyby spółka potrzebowała podwyższenia kapitału (potencjalnie nowe przejęcia). Na obecną chwilę zarząd nie rozważa takiego scenariusza w perspektywie najbliższych dwóch lat. Realizowane obecnie projekty w ramach Quadra nie wymagają dodatkowego finansowania. Innym argumentem za notowaniami giełdowymi zależnej spółki jest system motywacyjny dla kluczowych pracowników Quadra, który opiera się na akcjach. Z wyjątkiem COO, cały dotychczasowy zarząd Quadry pozostaje w spółce (CEO co najmniej do 2014 – rozruch Sierra Gorda). Ze strony KGHM do Zarządu Quadra wejdą 2 osoby, do Rady Dyrektorów (RN) 6 spośród 9 członków. Ponadto powołany został zespół integracyjny, specjaliści KGHM m.in. od metalurgii i geologii zostali skierowani do Kanady. Szczególnie duże nadzieje pokładane są w pracy geologów, którzy mają udokumentować złoża, które zdaniem zarządu są większe niż dotychczas prezentowane (m.in. w obszarach górniczych Sierra Gorda, Franke, Robinson). Zarząd KGHM podtrzymał zapowiedź docelowego zwiększenia wydobycia Grupy do 700 tys. ton miedzi rocznie. W 2010 spółka wyprodukowała 425 tys. ton z własnego wydobycia, co w połączeniu z produkcją Quadry daje łącznie 526 tys. ton (9 miejsce na świecie). Na bazie posiadanych zasobów wydobycie w grupie powinno wzrosnąć do 635 tys. ton w 2018, co plasowałoby spółkę na 7 pozycji w światowym rankingu. Oznacza to, że zarząd w perspektywie kolejnych lat (nie w 2012) będzie dążył do kolejnych akwizycji, które dodałyby ok. 65 tys. rocznej produkcji metalu. Kluczowy z punktu widzenia wyceny Quadra projekt górniczy – Sierra Gorda – realizowany jest zgodnie z harmonogramem. W maju KGHM przedstawi więcej szczegółów dotyczących przejętych aktywów oraz prognozy produkcji.

Kredyt na Sierra Gorda

KGHM poinformował, że Sierra Gorda spółka zależna od Quadra podpisała umowę z bankami ws. kredytu 1 mld USD (cały projekt 3 mld USD – zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami). Środki finansowe zostaną przeznaczone na budowę kopalni. W skład konsorcjum weszło pięć banków japońskich. Co ciekawe to Summitomo do czasu wybudowania kopalni jest gwarantem całego kredytu (potem zabezpieczeniem są długoterminowe umowy sprzedaży miedzi i innych metali). Zwraca uwagę duże zaangażowanie strony japońskiej, której będzie bardzo zależało na szybkim (zgodnym z harmonogramem) zakończeniu budowy kopalni. Całość wolumenu produkcji trafi do firm japońskich – prawdopodobnie do samego Summitomo. KGHM wstępnie ocenia, że wydatki związane z powstaniem kopalni mogą być jeszcze mniejsze (początkowo nie będzie budowana elektrownia – jest dostępna tania energia od innych producentów, bez nabrzeża portowego). Informacja neutralna.

KGHM wykonał opcję

KGHM zrealizował prawo opcji nabycia 29% udziałów w spółce KGHM Ajax Mining Inc za 29,9 mln USD (równowartość 92,8 mln PLN) od Abacus Mining & Exploration Corporation. KGHM szacuje nakłady inwestycyjne na projekt realizowany przez KGHM Ajax na 795 mln USD (równowartość 2,5 mld PLN). Informacja zgodna z zapowiedziami zarządu. Bez wpływu na kurs.

Budżet na 2012 poniżej oczekiwań

NR przyjęła budżet KGHM na 2012, który zakłada wypracowanie przychodów w wysokości 19,418 mld PLN oraz zysku netto w kwocie 3,8804 mld PLN. Prognoza została przygotowana przy następujących założeniach: i) produkcja miedzi elektrolitycznej 562,0 tys. t, z czego 147,3 tys. t ze wsadów obcych, ii) produkcja srebra 1 098 t, iii) średnioroczne notowania miedzi 8 000 USD/t i srebra 30,00 USD/troz, iv) kurs walutowy USD/PLN 3,09 USD/PLN, v) całkowity jednostkowy koszt produkcji miedzi elektrolitycznej z wsadów własnych 15 729 PLN/t, vi) nakłady inwestycyjne rzeczowe 2,1 mld PLN, kapitałowe 10,671 mld PLN, z czego 9,2 mld PLN inwestycja w akcje Quadra FNX. Prognoza dotyczy samego KGHM i nie uwzględnia wyników przejmowanych aktywów. Budżet nieco rozczarowuje w stosunku do naszej dotychczasowej prognozy, która zakłada, że spółka wypracuje 4 mld PLN zysku netto przy przychodach na poziomie 18,3 mld PLN. Konsensus rynkowy to zysk na poziomie 4,3 mld PLN. Różnica dotyczy dwóch elementów. Zarząd zakłada wysoki poziom łącznej produkcji miedzi (nasza prognoza 554 tys. ton), ale istotnie w jej strukturze rośnie przerób złomów kosztem produkcji górniczej. Ma ona wynieść jedynie 415 tys. ton (nasza prognoza 430 tys. ton). Skutkiem tego jest wyższy budżetowany przez spółkę poziom przychodów, ale z istotnie niższą marżą. Spółka zakłada również nieco wyższe średnioroczne ceny miedzi (24 720 PLN/t, nasza prognoza: 24 100 PLN/t, tj. 7 735 USD/t, przy kursie 3,12 USD/PLN). Niższa produkcja górnicza to również wzrost jednostkowego kosztu produkcji z wsadów własnych, który dodatkowo rośnie w związku z wprowadzeniem podatku od wydobycia niektórych kopalin (maj br.). Prognoza zarządu odchyła się od naszych oczekiwań o 5%, co biorąc pod uwagę wysoką zmienność cen metali i walut można uznać za margines błędu.



LW Bogdanka (Trzymaj)

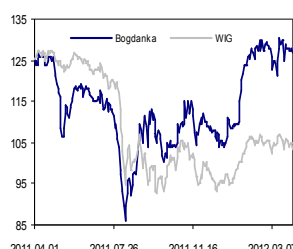
Cena bieżąca: 127 PLN

Cena docelowa: 132 PLN

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2012-03-05

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 230,4	1 301,3	5,8%	1 916,9	47,3%	2 479,6	29,4%	Liczba akcji (mln)	34,0
EBITDA	414,5	450,6	8,7%	722,5	60,3%	963,7	33,4%	MC (cena bieżąca)	4 319,7
marża EBITDA	33,7%	34,6%		37,7%		38,9%		EV (cena bieżąca)	4 737,4
EBIT	276,5	265,7	-3,9%	404,3	52,1%	605,4	49,7%	Free float	33,0%
Zysk netto	230,4	221,2	-4,0%	298,6	35,0%	463,5	55,2%		
P/E	18,7	19,5		14,5		9,3		Zmiana ceny: 1m	0,9%
P/CE	11,7	10,6		7,0		5,3		Zmiana ceny: 6m	21,3%
P/BV	2,2	2,0		1,8		1,6		Zmiana ceny: 12m	2,5%
EV/EBITDA	9,9	10,1		6,6		4,6		Max (52 tyg.)	130,6
Dyid (%)	0,0	1,1		1,6		2,1		Min (52 tyg.)	86,0



Obserwowane od początku roku spadki cen węgla energetycznego w ARA wyhamowały. Obecnie cena kształtuje się na poziomie 99 USD/t a węgla rosyjskiego 89 USD/t. Jak przyznaje sama spółka na północy Polski (bliskość portów) ceny węgla krajowego i importowanego praktycznie zrównały się. Jest więc mało prawdopodobne, żeby w br. kopalniom udało się wywalczyć wyższe podwyżki cen surowca niż ogłoszone na początku roku. Kontynuacja trendu spadkowego cen węgla w Europie może wręcz powodować, że efektywne ceny (po rabatach) sprzedaży węgla na rynku krajowym będą niższe niż wcześniej wynegocjowane. Przy obecnej cenie podtrzymujemy rekomendację trzymaj z ceną docelową 132 PLN.

Bardzo dobre wyniki za 4Q

Wyniki spółki za 4Q (133 mln PLN zysku netto) są lepsze niż nasze oczekiwania (112 mln PLN) i konsensus rynkowy (122 mln PLN). Przychody grupy wzrosły do 435 mln PLN w stosunku do 296 mln PLN przed rokiem. W naszej prognozie zakładaliśmy 404 mln PLN. Lepszy wynik jest m.in. efektem wyższej produkcji węgla (1,89 mln ton vs. 1,81 mln ton w prognozie) ale i istotnie wyższej sprzedaży węgla (2,0 mln ton) niż oczekiwaliśmy (1,81 mln ton). Z naszych szacunków wynika, że spółka kupiła węgiel (ok. 200 tys. ton) od dostawców trzecich a następnie dostarczyła go do swoich kluczowych klientów (tym samym realizując zobowiązania, których nie była w stanie zrealizować w związku z opóźnieniami w rozruchu Stefanowa). 4Q jest pierwszym kwartałem, w którym spółka pokazuje koszty wydobycia w nowym projekcie, one również odpowiadają za lepsze wyniki. Są one istotnie niższe niż pierwotnie oczekiwaliśmy, jednak ze względu na pojawiający się wolumen handlowy węgla na obecną chwilę nie jesteśmy w stanie oszacować kosztu jednostkowego, jak również tego, czy ich obecny poziom zostanie utrzymany w przyszłości (na poprzednich konferencjach zarząd wspominał, że 4Q będzie charakteryzował się bardzo niskimi kosztami, które w kolejnych kwartałach będą już wyższe). Zarząd rekomenduje przeznaczenie 68,03 mln PLN z ubiegłorocznego zysku na wypłatę dywidendy, co daje 2 PLN na akcję (DY 1,6%). Spółka planuje wydać w br. na inwestycje 719,3 mln PLN vs. 690,5 mln PLN w 2011. Z kwoty tej 236 mln PLN ma trafić na rozbudowę Pola Stefanów, ponad 281 mln PLN na zakup maszyn i urządzeń, a 137,7 mln PLN ma być przeznaczone na wykonanie i modernizację wyrobisk w polu Bogdanka, Nadrybie i Stefanów. Ok. 100 mln PLN to przesunięcie CAPEXu z roku 2011, który nie został wykonany zgodnie z pierwotnymi założeniami.

Przemysł

Pomysły na kupno mniejszych spółek przemysłowych

Wśród mniejszych spółek przemysłowych zwracamy uwagę na AC Auto Gaz (9,5 P/E'12; 7,2 EV/EBITDA'12; 10% DY), Berling (8,7 P/E'12; 5,7 EV/EBITDA'12), Bumech (6,1 P/E'12; 3,6 EV/EBITDA'12), Fasing (5,0 P/E'12; 3,6 EV/EBITDA'12), Forte (10,0 P/E'12; 6,4 EV/EBITDA'12), Orzeł Biały (9,8 P/E'12; 6,1 EV/EBITDA'12), Polska Grupa Odlewnicza (7,8 P/E'12; 4,9 EV/EBITDA'12), Zamet Industry (8,4 P/E'12; 5,8 EV/EBITDA'12; 7% DY) i Zetkama (8,8 P/E'12; 5,7 EV/EBITDA'12). AC Auto Gaz produkuje i dystrybuje instalacje gazowe do samochodów. Po podwyżce akcyzy na diesel, LPG pozostaje jedyną alternatywą dla kierowców szukających oszczędności. Niewykluczone, że koniunktura na instalacje gazowe w 2012 roku powróci nawet do poziomów ostatni raz obserwowanych w latach 2007-2008. Berling zajmuje się dystrybucją aparatury chłodniczej. Spółka korzysta na umocnieniu się złotówki do euro i dolara. Spółka może być porównywana do Centrum Klimy, ale jest tańsza o 10-15%. Bumech zajmuje się przekopami poziomymi w kopalniach i produkcją kombajnów chodnikowych. Spółka korzysta nażywieniu w inwestycjach górniczych na terenie kraju. Fasing produkuje łańcuch dla górnictwa. Podobnie jak Bumech – spółka korzysta na dobrej koniunkturze w górnictwie węgla kamiennego. Forte jest jednym z liderów, jeśli chodzi o produkcję mebli. Spółka od 1Q'11 stale podnosi ceny produktów, a ceny płyty drewnopochodnej nie rosną już tak dynamicznie jak w 2011 roku. Spółka zabezpieczyła sprzyjający eksportowi wysoki kurs złotówki do dolara na pierwszą połowę roku. Orzeł Biały jest recyklerem akumulatorów. W ubiegłym roku spółka zwiększyła moce produkcyjne, a baza 1Q'11 jest na niskim poziomie. Obecnie przeprowadzany program inwestycyjny to doskonały moment dla inwestora branżowego na przejęcie spółki i zdjęcie z giełdy. Polska Grupa Odlewnicza produkuje odlewy żeliwne, stalowe i sferoidalne. Wyniki i zamówienia rosną począwszy od 2H'11, a wyniki pierwszej połowy 2012 roku przedstawiają się bardzo dobrze. Zamet Industry zajmuje się produkcją maszyn i urządzeń do podwodnego wydobycia ropy i gazu. Większość asortymentu jest szyta na miarę i charakteryzuje się wysoką marżą. Backlog na koniec 2011 roku wygląda bardzo dobrze, a umowy eksportowe zawiązywanie w 4Q'11 były podpisywane przy sprzyjającym kursie walutowym. Pierwsza połowa 2012 roku przedstawia się dla Spółki bardzo dobrze. Zetkama produkuje odlewy, elementy złączne i armaturę przemysłową. Od 2H'11 w Grupie mocno działa lewar operacyjny, dzięki czemu wyniki stale ulegają poprawie. Po przejęciu przedsiębiorstwa Armak, Spółka liczy na efekty synergii i wzmocnienie przejętego podmiotu. W najbliższym czasie Spółka prawdopodobnie opublikuje prognozę Zarządu na 2012 rok.

ES– System

Wywiad z Prezesem Zarządu

ES-System w pierwszych miesiącach 2012 r. obserwuje wzrost zamówień o 15% r/r, jednak zdaniem Prezesa częściowo wynika on z przesunięć ubiegłorocznych kontraktów. Spółka ostrożnie ocenia perspektywy roku. Skoncentruje się na rozwoju eksportu, szczególnie produktów led. Zamierza też zwiększyć efektywność swoich zakładów produkcyjnych. Zapowiada wzrost udziałów w rynku i eksportu. Ten ostatni w 2011 roku stanowił 22-23% przychodów Grupy. Nieco wolniej niż spodziewała się spółka rozwija się sprzedaż oświetlenia led w Polsce. Początkowo przedstawiciele firmy szacowali, że może ona wynieść na koniec zeszłego roku 10% ogólnych przychodów. Okazało się jednak, że będzie to 5-6%, przy czym wpływ na to miało również przesunięcie jednego z kontraktów na 2Q'12.

Orzeł Biały

Wyniki 4Q'11

W 4Q'11 Przychody ze sprzedaży sięgnęły 104,2 mln PLN (+7,5% r/r). Wolumen sprzedaży ołowiu wyniósł 14,1 tys. ton (+6,2% r/r), a średnia cena ołowiu w 4Q'11 była o 5,7% r/r niższa. Spółka odnotowała w 4Q'11 pozytywny efekt na hedgingu (+4,8 mln PLN). Wynik brutto ze sprzedaży wyniósł 15,7 mln PLN i był o 20,5% r/r niższy, co wynikało z jednomiesięcznego przestoju pieców hutniczych, związanego z rozbudową mocy produkcyjnych. Wówczas Spółka sprzedawała stopy produkowane z ołowiu surowego zamiast odpadu akumulatorowego. To z kolei przełożyło się na niższą marżę osiągniętą w segmencie (Spółka przeważającą część marże realizuje na przerabianiu odpadu ołowianego, zastąpienie wsadu ołowiem surowym powoduje znaczący spadek rentowności). W grudniu instalacja pracowała na pełnych nowych mocach, co pozwoliło na pomniejszenie strat wynikających z wcześniejszego przestoju i zwiększenie sprzedaży stopów ołowianych w porównaniu do analogicznego okresu roku ubiegłego. Saldo pozostałej działalności operacyjnej wyniosło -1,5 mln PLN, a wynik EBIT sięgnął 6,9 mln PLN (-28,8% r/r). Zysk netto wyniósł 5,6 mln PLN (-29,4% r/r). Przepływ gotówki z działalności operacyjnej w 4Q'11 wyniósł +18,8 mln PLN vs. +11,7 mln PLN w 4Q'10. Biorąc pod uwagę, że Spółka ze względu na program inwestycyjny przez 1/3 kwartału musiała pracować na niższej marży wyniki 4Q'11 są całkiem dobre (wynik brutto ze sprzedaży spadł tylko o 20% r/r). Rynek wcześniej był informowany o planowanym przestoju instalacji w 4Q'11. Spółka na naszych wewnętrznych prognozach notowana jest obecnie na wskaźnikach P/E 9,8 i

EV/EBITDA 6,1 (na 2012 rok). Zarząd Spółki zaproponował dywidendę z zysku za 2011 rok w wysokości 0,75 PLN na akcję (2,9% DY).

Bumech

Prognoza Zarządu na 2012 rok oraz emisja warrantów

Spółka przedstawiła w komunikacie giełdowym prognozy na 2012 rok, które przewidują osiągnięcie sprzedaży na poziomie 120,1 mln PLN, EBIT 19,1 mln PLN, EBITDA 34,6 mln PLN oraz zysku netto 10,0 mln PLN. Spółka poinformowała również o planowanym podwyższeniu warunkowego kapitału zakładowego Spółki o nie więcej niż 4 mln PLN (obecnie kapitał zakładowy wynosi 5,3 mln PLN). Spółka wyemituje warranty, które uprawniać będą do objęcia akcji serii E. Prezes Spółki w wywiadzie dla Gazety Giełdy Parkiet przedstawił, że Spółka chciałaby pozyskać ponad 40 mln PLN z emisji (wszystko zależało jednak będzie od ceny wymiany warrantów na akcję). Pozyskane środki pozwolą na budowę nowego modelu kombajnu chodnikowego do drążenia wyrobisk, oraz testy nowoczesnego przenośnika taśmowego. Gdyby wartość emisji wyniosła 40 mln PLN, wówczas akcje serii E obecni akcjonariusze obejmować będą z około 20% dyskontem do bieżącej ceny rynkowej. Jeśli zamiana warrantów na akcje odbyłoby się w całości, wówczas Spółka po udanej całej emisji notowana będzie przy bieżącej cenie na wskaźnikach 11 P/E i 5 EV/EBITDA. Prognoza Zarządu nie uwzględnia powodzenia zamiany warrantów na akcje, dlatego według Przewodniczącego Rady Nadzorczej sukces w pozyskaniu kapitału oznaczałoby podwyższenie prognozy Zarządu na bieżący rok. Nie jest oczywiste czy wszyscy akcjonariusze zgodzą się na zamianę warrantów na akcje, a to oznaczałoby spadek wskaźników wyceny.

Grajewo

UOKiK zbada czy była zmowa cenowa

Grajewo poinformowało w komunikacie o wszczęciu przez Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów postępowania w sprawie zawarcia przez Pfeiderer Grajewo SA, Pfeiderer Prospan SA, Kronospan Szczecinek Sp. z o.o., Kronospan Mielec Sp. z o.o. i Kronopol Sp. z o.o., porozumienia ograniczającego konkurencję na krajowym rynku wprowadzania do obrotu płyt wiórowych i na krajowym rynku wprowadzania do obrotu płyt pilśniowych.



Astarta (Redukuj)

Cena bieżąca: 60,5 PLN

Cena docelowa: 56,1 PLN

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2012-03-01

(mIn UAH)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 328,2	3 400,1	46,0%	4 261,4	25,3%	4 207,7	-1,3%	Liczba akcji (mIn)	25,0
EBITDA	1 051,4	1 257,8	19,6%	1 250,5	-0,6%	1 461,0	16,8%	MC (cena bieżąca)	1 512,5
marża EBITDA	45,2%	37,0%		29,3%		34,7%		EV (cena bieżąca)	2 465,3
EBIT	911,7	1 078,3	18,3%	1 046,3	-3,0%	1 236,0	18,1%	Free float	32,0%
Zysk netto	834,9	1 008,5	20,8%	850,1	-15,7%	1 044,6	22,9%		
P/E	4,6	3,8		4,5		3,7		Zmiana ceny: 1m	-9,0%
P/CE	3,9	3,2		3,6		3,0		Zmiana ceny: 6m	-14,2%
P/BV	1,7	1,2		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	-24,6%
EV/EBITDA	4,8	4,7		5,0		4,1		Max (52 tyg.)	94,9
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	44,4



Obecnie trend notowań Astarty „odkleił” się od cen cukru na Ukrainie, mimo że oba szeregi do tej pory wykazywały dużą korelację. Rynek wydaje się przy bieżących cenach akcji Spółki dyskontować około 10-20% wzrost cen cukru na lokalnym rynku w przyszłości. Niestety te nadal znajdują się w trendzie bocznym, na poziomach bliskich jednorocznego minimum (5300 UAH/t). Astarta na optymistycznych oczekiwaniach odnośnie kształtowania się cen cukru wzrosła od początku roku o 18% - znacznie bardziej niż europejscy producenci, których akcje w tym samym okresie średnio wzrosły o 3%. W 1Q'12 średnia cena cukru była o 33% r/r niższa. Będzie to miało wpływ na rezultaty 1Q'12, a baza 1Q'11 znajduje się na wysokim poziomie. Podtrzymujemy rekomendację redukcji dla Astarty.

Ministerstwo Rolnictwa za przywróceniem zwrotu podatku VAT eksporterom

Ministerstwo Rolnictwa Ukrainy zaproponowało przywrócenie mechanizmu zwrotu podatku VAT eksporterom. Zniesienie mechanizmu w połowie poprzedniego roku spowodowało ograniczenie wolumenów sprzedaży, gdyż eksporterzy zmuszeni byli rozpoznać podatek VAT, jako koszt uzyskania przychodu i przenieść go na rolników. W rezultacie producentom zbóż zaproponowano ceny o 20% niższe, a ci byli niechętni by sprzedać uprawy po nowych cenach. W rezultacie wolumeny eksportu zboża spadły. Informacja pozytywna dla eksporterów i producentów w długim terminie, gdyż umożliwiła zwiększenie wolumenów sprzedaży zboża w przyszłości. W naszych prognozach zakładamy zwiększenie i polepszenie przepływów gotówki z działalności operacyjnej w kolejnych latach. Regulacje po zmianach mogły naszym zdaniem zacząć obowiązywać od początku nowego sezonu (od XII'12). Potrzebna jest jeszcze zgoda Parlamentu i Ministerstwa Finansów. W krótkim okresie jednak farmerzy mogą spekulować, że w przyszłości uda się przywrócić zwrot podatku VAT eksporterom, co z kolei przełoży się na wzrost cen w kolejnych kwartałach. Mogą być wówczas w krótkim okresie niechętni, aby sprzedawać zboże teraz.

Parkiet o sporze między Kernelem, a Funduszem Rolnym w ramach kontraktu na dostawę cukru

Gazeta Giełdy Parkiet donosi, że Kernel może mieć problemy ze sprzedażą ponad 70 tys. ton cukru, jakie miał dostarczyć w ramach podpisanego kontraktu z Funduszem Rolnym (Fundusz Rezerwy). Spółka zakontraktowała cenę dostawy po 8500 UAH/t, podczas gdy obecnie rynkowa wartość to około 5300 UAH/t. Spadek cen fundusz chce wykorzystać do negocjacji bardziej sprzyjającej dla siebie umowy. Fundusz odmówił realizacji kontraktu i w pozwie sądowym zażądał zwrotu wypłaconej już zaliczki w wysokości 50% wartości umowy. W odpowiedzi Kernel skierował do sądu wniosek z roszczeniem wypowiedzenia zobowiązań. Spółka w ubiegłym miesiącu poinformowała w komunikacie o podpisaniu ugody z Państwowym Funduszem Rolnym, na podstawie której umowa dotycząca dostawy 75,7 tys. ton zostanie wykonana przez Strony w maju 2012 roku przy zachowaniu wszystkich postanowień umownych (w tym ceny oraz warunków płatności).

Ministerstwo obniża prognozę eksportu zboża z Ukrainy w sezonie 2011/2012

Ministerstwo Rolnictwa 14 marca obniżyło prognozę eksportu zboża z Ukrainy w sezonie 2011/2012 z 25,4 mln ton do 20-21 mln ton (około 1,7 mln ton miesięcznie). W marcu Ukrainę opuściło 2,4 mln ton zboża. Średnio od początku bieżącego sezonu Ukrainę opuszczało 1,6 mln ton zboża miesięcznie, w 4Q'11 1,5 mln ton miesięcznie. W I'12 wolumen wyniósł 1,9 mln ton, a w II'12 1,7 mln ton. Aby wypełnić prognozę Rządu dotyczącą eksportu zboża z Ukrainy średni miesięczny wolumen wysyłki upraw musiałby wynosić do końca czerwca 1,9 mln ton zboża. Jednocześnie Premier Ukrainy zapewnił, że Rząd nie zamierza wprowadzać żadnych ograniczeń w eksporcie zboża z Ukrainy w najbliższym czasie. Informacja o obniżeniu prognozy eksportu zboża z Ukrainy, to negatywna informacja dla eksporterów. Informacja o braku chęci wprowadzenia przez Rząd ograniczeń w eksporcie zboża jest pozytywna.

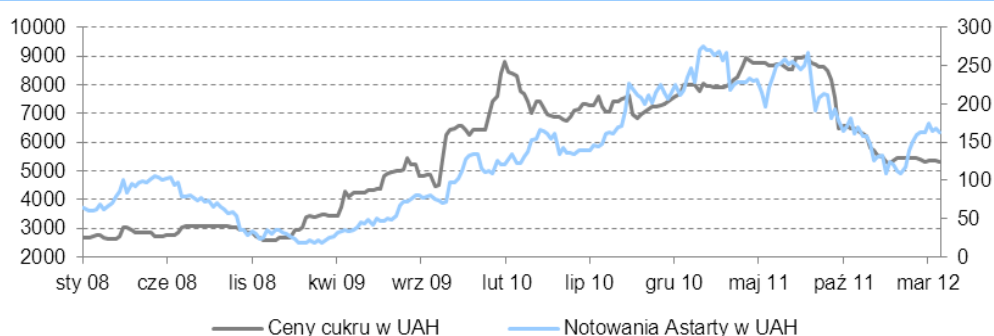
Ministerstwo Rolnictwa o planowanej strukturze zasiewów

Według informacji podanych do prasy przez Ministerstwo Rolnictwa w 2012 roku areal pod zasiewy zbóż jarych wzrośnie z 7,75 mln ha do 9,98 mln ha (efekt strat związanych ze srogą zimą). Ministerstwo spodziewa się wzrostu zasiewu pszenicy jarej do 350 tys. ha (+23% r/r) oraz jęczmienia jarego do 3,2 mln ha (+24% r/r). Kukurydza zostanie wysiana na 5 mln ha (+37,9% r/r), a słonecznik na 4,5 mln ha (-1,3% r/r). Według organizacji zrzeszającej ukraińskich producentów cukru areal zasiewu buraka cukrowego w 2012 roku spadnie z 544 tys. ha do 515 tys. ha, prognoza Ministerstwa Rolnictwa mówi, że burakami obsiane zostanie 594 tys. ha. Jak na razie perspektywy areалу, jakim obsiany zostanie burak cukrowy są bardzo optymistyczne. Pozwalałoby to na produkcję cukru co najmniej na poziomie lokalnej konsumpcji.

Astarta na przekór fundamentom

Notowania Astarty od początku 2012 roku wyraźnie „odkleiły” się od cen cukru na Ukrainie. Wcześniej korelacja między cenami cukru, a notowaniami Astarty w UAH były bardzo wyraźne. Astarta od początku roku wzrosła znacznie bardziej, niż producenci europejscy. Jedynym podobnie szybko zyskującym producentem był brazylijski Cosan.

Notowania Astarty (UAH/akcję) na tle cen cukru na Ukrainie (UAH/t)



Źródło: DI BRE Banku, Bloomberg, Agroperceptiva



Boryszew (Redukuj)

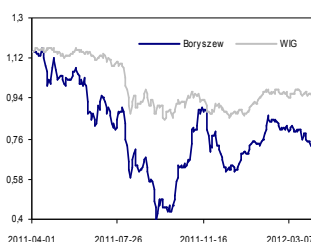
Cena bieżąca: 0,72 PLN

Cena docelowa: 0,65 PLN

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2012-03-05

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 134,8	4 332,8	38,2%	4 618,0	6,6%	4 681,0	1,4%	Liczba akcji (mIn)	2 256,7
EBITDA	268,3	351,0	30,8%	304,1	-13,4%	301,3	-0,9%	MC (cena bieżąca)	1 624,8
marża EBITDA	8,6%	8,1%		6,6%		6,4%		EV (cena bieżąca)	2 630,5
EBIT	188,1	253,3	34,7%	199,8	-21,1%	199,4	-0,2%	Free float	36,2%
Zysk netto	93,9	145,3	54,8%	90,5	-37,7%	94,4	4,2%		
P/E	8,7	11,2		17,9		17,2		Zmiana ceny: 1m	-8,9%
P/CE	4,7	6,7		8,3		8,3		Zmiana ceny: 6m	26,3%
P/BV	1,3	1,9		1,6		1,5		Zmiana ceny: 12m	-37,4%
EV/EBITDA	7,0	7,7		8,7		8,3		Max (52 tyg.)	1,2
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		2,3		Min (52 tyg.)	0,4



W marcu akcje Boryszewa spadły 6,3%, mimo że Zarząd zdecydował się na publikację prognozy wyników na 2012 rok oraz wznowił skup akcji własnych. W sumie z kwoty przeznaczonej na nabycie akcji wykorzystanych zostało 45% środków. Prognoza Zarządu zakłada, że Boryszew w 2012 roku osiągnie sprzedaż na poziomie 4891 mln PLN (+3,7% vs. prognoza DI BRE), EBITDA 424 mln PLN (+39,4% vs. prognoza DI BRE), EBIT 318 mln PLN (+59,2% vs. prognoza DI BRE) oraz zysk netto 218 mln PLN (+67,1% vs. prognoza DI BRE). Według naszych szacunków prognoza przewiduje, że wynik netto akcjonariuszom jednostki dominującej w 2012 roku wyniesie 178 mln PLN. Zarząd przyznaje, że prognozowane rezultaty częściowo wynikają z efektów jednorazowych, związanych z rewaluacją gruntów inwestycyjnych i przejściu YMOS poniżej wartości godziwej. Boryszew obecnie na wewnętrznej prognozie (ze zdarzeniami jednorazowymi) notowany jest na wskaźnikach 9,0 P/E i 6,4 EV/EBITDA. Szacujemy, jednak, że prognoza oparta na powtarzalnych rezultatach w bieżącym roku jest niższa, co dawałoby wycenę na poziomie 17,9 P/E i 8,7 EV/EBITDA. Obecnie spółki porównywalne z sektora automotive notowane są na 2012 rok z P/E 12,1 i EV/EBITDA 5,6. Wkrótce przedstawimy aktualizację naszych prognoz o szacowane zdarzenia jednorazowe oraz uwzględnimy przejście YMOS. Nadal podtrzymujemy rekomendację redukuj dla Boryszewa.

Przejście aktywów Ymos

Spółka poinformowała w komunikacie o podpisaniu w dniu 13 marca umowy nabycia od syndyka masy upadłościowej majątku spółek Grupy Ymos GmbH, YMOS Ubrig GmbH oraz YMOS Prezlau GmbH. W skład kupowanych aktywów wchodzi majątek trwały i obrotowy (w tym nieruchomości), wartości niematerialne i prawne, wartość firmy, prawa wynikające z umów z kontrahentami. Łączna kwota nabycia wyniosła 9,9 mln EUR (może ona ulec zmianie w zależności od stanu zapasów na dzień przejścia). zamknięcie umowy jest uwarunkowane zapłatą kwoty nabycia oraz zgodą poszczególnych wierzycieli spółek Grupy YMOS, którym przysługują zabezpieczenia rzeczowe na majątku spółek Grupy YMOS. Spółka jest wiodącym europejskim producentem elementów plastikowych, galwanizowanych i chromowanych dla sektora automotive, w tym kompletnych zestawów otwierania drzwi samochodowych. Produkuje także elementy w technice odlewu ze stopów metali, np. emblematy marek samochodów, zamki i klamki, oraz inne elementy wyposażenia samochodów. Głównymi odbiorcami są firmy przemysłu samochodowego: VW, Audi, Daimler, Valeo, Bentley i Rolls – Royce a także Miele. Zdaniem Zarządu Boryszew zakup Grupy YMOS przyniesie znaczne zwiększenie synergii kosztowych w Grupie AKT/Theysohn przez uwspólnienie parku maszynowego technologii wtrysku, oraz funkcji centralnych, min. R&D i sprzedaży. Pozwoli to Grupie Boryszew na wejście w obszar produkcji elementów galwanizowanych i chromowanych, których sprzedaż w przemyśle motoryzacyjnym systematycznie rośnie. Nabywane aktywa zwiększą udział branży automotive w przychodach całej Grupy Boryszew do 40%.

Prognoza Zarządu na 2012 rok

Spółka poinformowała w komunikacie bieżącym o podaniu do publicznej wiadomości przez Zarząd prognozy wyników na 2012 rok. Przychody ze sprzedaży prognozowane są na poziomie 4891 mln PLN (+3,7% vs. prognoza DI BRE), EBITDA 424 mln PLN (+39,4% vs. prognoza DI BRE), EBIT 318 mln PLN (+59,2% vs. prognoza DI BRE) oraz zysk netto 218 mln PLN (+67,1% vs. prognoza DI BRE). Według naszych szacunków prognoza przewiduje, że wynik netto akcjonariuszy jednostki dominującej w 2012 roku wyniesie 178 mln PLN. Prognoza uwzględnia pozytywny wpływ zdarzeń o charakterze jednorazowym, w tym ujawnienie gruntów inwestycyjnych oraz dodatni wpływ przejścia majątku przedsiębiorstw YMOS. Przedstawiona przez Zarząd prognoza rezultatów na 2012 rok jest wyraźnie wyższa od naszych założeń. Nasze szacunki nie przewidywały wpływu zdarzeń jednorazowych, jak ujawnienie gruntów inwestycyjnych, czy dodatni wpływ przejścia majątku przedsiębiorstw YMOS. Spółka nie ujawnia w komunikacie bieżącym, jak duże są wielkości zdarzeń jednorazowych.



CEDC (Trzymaj)

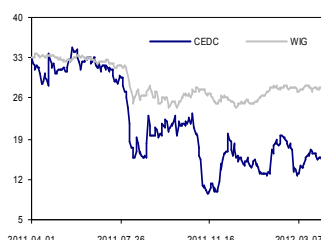
Cena bieżąca: 14,95 PLN

Cena docelowa: 13,8 PLN

Analityk: Gabriela Borowska

Data ostatniej aktualizacji: 2012-01-23

(mIn USD)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)
Przychody	711,5	877,6	23,3%	931,1	6,1%	1 037,5	11,4%	Liczba akcji (mln) 72,7
EBITDA	-6,6	-527,3	7834,9%	141,1		178,1	26,2%	MC (cena bieżąca) 1 087,3
marża EBITDA	-0,9%	-60,1%		15,2%		17,2%		EV (cena bieżąca) 5 108,0
EBIT	-23,6	-547,2	2219,3%	122,8		159,4	29,8%	Free float 87,9%
Zysk netto	-104,7	-1 291,8	1134,2%	12,5		27,9	123,4%	
P/E				27,6		12,3		Zmiana ceny: 1m 16,8%
P/CE				11,2		7,4		Zmiana ceny: 6m -30,1%
P/BV	0,2	0,5		0,5		0,4		Zmiana ceny: 12m -52,0%
EV/EBITDA				11,5		9,2		Max (52 tyg.) 34,8
Dywidenda (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.) 9,6



Po słabych wynikach za 2011 zaraportowanych w poprzednim miesiącu Russian Standard (RS) zmodyfikował swoją ofertę sojuszu strategicznego dla CEDC. Wcześniej RS proponował zwiększenie udziału w CEDC do 33% po 7 USD na akcję, obecnie proponuje wejście na 28%, a proponowana nowa cena wynosi 5,25 USD (-25%) na akcję. CEDC poinformowało, że rozważa zawarcie sojuszu z RS i negocjuje również wniesienie Roust do CEDC. Podtrzymujemy opinię, że zawarcie sojuszu z akcjonariuszem pozytywnie wpłynie na wycenę rynkową CEDC i w przyszłości na wyniki osiągnięte na rynku rosyjskim. Zarząd ma podjąć decyzję dotyczącą sojuszu/opcji finansowania spółki w 1H 2012. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj z ceną docelową na poziomie 13,8 PLN na akcję.

Moody's obniżył rating CEDC do Caa1

Moody's obniżył rating do Caa1 z B3, obniżając jednocześnie rating dla zabezpieczonych obligacji zapadających w 2016 do B3 z B2. Obniżenie ratingów związane jest z pogorszeniem rentowności operacyjnej i podniesieniem wskaźnika dźwigni finansowej na 2011. Moody's ocenia, że rentowność spółki pozostanie prawdopodobnie w krótkim terminie poniżej historycznych poziomów, ze względu na trudne warunki prowadzenia działalności w Rosji, wzrost cen surowców i kosztów marketingowych, jak również ze względu na wysoką konkurencyjność rynku. W komunikacie dodano, że rating Caa1 odzwierciedla jednak dobre perspektywy generowania środków pieniężnych przez spółkę oraz fakt, że w średnim terminie można oczekiwać polepszenia jej rentowności.

Nowa oferta od Russian Standard dla CEDC

Russian Standard (RS) zmodyfikował wcześniejszą ofertę dla CEDC. Akcjonariusz (9,9% udziału) proponuje m.in: (i) 100 mln USD inwestycji w CEDC na spłatę papierów dłużnych wymagalnych w 2012, z czego 30 mln USD za nowe akcje nabyte po 5,25 USD (udział RS zwiększyłby się do 16%) oraz 70 mln USD na zrolowanie długu na rok po koszcie 3,0% z opcją zamiany na akcję po 5,25 USD (co zwiększyłoby udział RS do 28%), (ii) konwersję 102,5 mln USD papierów dłużnych zapadających w 2013 w nowy dług zapadający w 2016. RS chce również zyskać prawo weta w stosunku do wielkości zarządu CEDC i wyższe stanowiska kierownicze w Rosji. Tariko także zdobyć trzy miejsca w zarządzie. RS pogorszył warunki sojuszu dla CEDC. Wcześniej RS proponowało zwiększenie udziału w CEDC do 33% po 7 USD/akcję poprzez wymianę posiadanych obligacji CEDC oraz pomoc w zrolowaniu /objęciu pozostałej części obligacji. RS proponował też wniesienie aktywów spółki Roust do CEDC, o czym w zmodyfikowanej ofercie nie wspomniał.

CEDC negocjuje z RS

CEDC rozważa ewentualne zawarcie strategicznego sojuszu z panem Roustamem Tariko i Russian Standard. Kierownictwo CEDC, w porozumieniu z Radą Dyrektorów, przeprowadziło rozmowy z panem Tariko i Russian Standard w celu dalszego dopracowania warunków strategicznego sojuszu. Oprócz proponowanych przez RS transakcji, RS i CEDC mają zamiar kontynuować rozmowy dotyczące ewentualnej cesji na rzecz CEDC określonych praw dystrybucji posiadanych przez Roust Inc., rosyjskiej firmy dystrybucyjnej należącej do RS. Wiadomość pozytywna. Dodatkowo Rada Dyrektorów ma zamiar wpisać pana Kaufmana, drugiego największego akcjonariusza CEDC na listę dyrektorów, których nominacja zostanie rozpatrzona na rocznym WZA.



Centrum Klima (Kupuj)

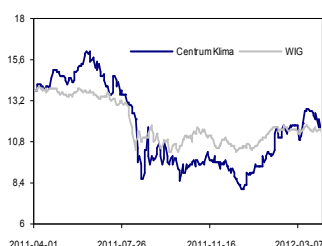
Cena bieżąca: 11,4 PLN

Cena docelowa: 15 PLN

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-11-15

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	84,5	93,2	10,3%	107,9	15,8%	112,4	4,2%	Liczba akcji (mIn)	8,5
EBITDA	10,3	13,4	30,9%	16,1	20,0%	17,3	7,0%	MC (cena bieżąca)	97,1
marża EBITDA	12,2%	14,4%		15,0%		15,4%		EV (cena bieżąca)	99,2
EBIT	7,9	10,4	31,2%	12,6	21,6%	13,4	6,0%	Free float	33,8%
Zysk netto	6,6	8,1	21,6%	10,1	24,4%	10,7	6,4%		
P/E	14,6	12,0		9,7		9,1		Zmiana ceny: 1m	0,9%
P/CE	10,8	8,7		7,1		6,6		Zmiana ceny: 6m	22,1%
P/BV	1,4	1,4		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	-18,1%
EV/EBITDA	10,0	7,4		6,1		5,6		Max (52 tyg.)	16,1
Dyid (%)	3,9	3,9		4,5		7,2		Min (52 tyg.)	8,0



Szacujemy, że w przypadku projektów biurowych na terenie Warszawy (2/3 krajowego rynku, siedziba Spółki) w 2012 roku do użytku oddanych zostanie 239 tys. m² nowej powierzchni (6,8% dostępnych zasobów). Na rynkach eksportowych Centrum Klima korzystać będzie z niższej o 20-30% oferty cenowej w porównaniu do liderów z branży - Lindab i SystemAir, małego udziału w rynku europejskim (mniej niż 4%) oraz słabej PLN do EUR (zwiększenie marży i atrakcyjności produktów). Niskie spodziewane zadłużenie netto do EBITDA'11 (0,2x) powoduje, że Spółka może sobie pozwolić na rozbudowę zakładu w Wieruchowie i powiększenie asortymentu o nowy wysokomarżowy produkt począwszy od 2013 roku. Akcje Centrum Klima od początku roku wzrosły o 30%, podczas gdy Lindab wzrosły o 44%, a SystemAir spadły o 1%. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wyniki 4Q'11

W 4Q'11 przychody ze sprzedaży wyniosły 22,9 mln PLN i były o 9,5% niższe od naszych prognoz. Sprzedaż towarów i materiałów (dystrybucja) osiągnęła poziom 14,5 mln PLN (-11,8% vs. prognoza DI BRE), a przychody na produkcji 8,4 mln PLN (-5,3% vs. prognoza DI BRE). Wynik brutto ze sprzedaży okazał się być o 4,7% niższy niż szacowaliśmy, a różnica między naszymi prognozami a raportowanym rezultatem była niższa niż na poziomie przychodów (dzięki wyższej o 1,5% marży brutto ze sprzedaży). Znacznie bardziej rentowna niż zakładaliśmy okazała się produkcja (o 3,5p.p. więcej niż się spodziewaliśmy), natomiast marża na dystrybucji była zbliżona do naszych oczekiwań (+0,3p.p. vs. prognoza DI BRE). Koszty sprzedaży i zarządu w 4Q'11 pokrywały się z naszymi szacunkami (+0,3% vs. prognoza DI BRE), wyższe natomiast okazało się być saldo na pozostałej działalności operacyjnej (o 130 tys. PLN vs. prognoza DI BRE). Wynik operacyjny w 4Q'11 wyniósł 2,6 mln PLN i był o 7,6% niższy niż zakładaliśmy w prognozach. Wyraźnie niższy od naszych oczekiwań okazał się wynik na działalności finansowej (-284 tys. PLN vs. spodziewane +50 tys. PLN). Wpływ na to miały prawdopodobnie ujemne różnice kursowe, jakie zostały zaksięgowane na poziomie przychodów finansowych. Wynik brutto w 4Q'11 sięgnął 2,3 mln PLN (-19,4% vs. prognoza DI BRE), a wynik netto 1,8 mln PLN (-20,6% vs. prognoza DI BRE). Niższe od naszych prognoz rezultaty, to efekt zbyt optymistycznego podejścia do wielkości realizowanych przychodów ze sprzedaży w 4Q'11 (dobre warunki pogodowe, jakie obserwowaliśmy w 4Q'11 nie miały tak pozytywnego przełożenia na sprzedaż Centrum Klima jak oczekiwaliśmy). Dodatkowym obciążeniem okazała się działalność finansowa (ujemne różnice kursowe), która wpłynęła na niższy raportowany wynik brutto. Warto jednak zauważyć, że mimo wyższej o 8,6% od naszych prognoz amortyzacji w 4Q'11 marża brutto ze sprzedaży była o 1,5% wyższa niż się spodziewaliśmy. W 4Q'11 przepływ gotówki z działalności operacyjnej wyniósł +0,8 mln PLN vs. -0,9 mln PLN w analogicznym okresie rok wcześniej. Dług netto na koniec 2011 roku wyniósł 4,6 mln PLN (0,2x EBITDA'11) vs. nasze prognozy 2,9 mln PLN (-0,20 PLN/akcję).

Wywiad z Prezesem

W wywiadzie udzielonym Gazecie Giełdy Parkiet Prezes Perendyk przedstawił, że prawdopodobnie na przełomie 2012 i 2013 w życie wejdą przepisy unijne, które zaostrzą wymagania dotyczące efektywności energetycznej klimatyzatorów. Oznacza, to że inwestorzy będą zmuszeni instalować w nowych budynkach urządzenia o wysokiej jakości, które często są dwa razy droższe od standardowego sprzętu. Zdaniem Prezesa skorzysta na tym kierowana przez niego Centrum Klima. Jego zdaniem w pierwszej połowie 2012 roku Spółka korzystać będzie z inwestycji związanych z EURO 2012 (klimatyzatory montowane w hotelach, studiach telewizyjnych, punktach użyteczności publicznej).



Famur (Trzymaj)

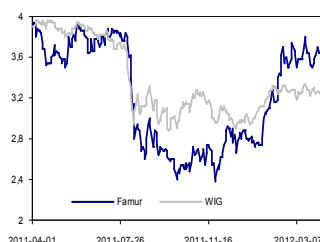
Cena bieżąca: 3,67 PLN

Cena docelowa: 3,6 PLN

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2012-03-05

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	635,9	922,6	45,1%	936,4	1,5%	967,2	3,3%	Liczba akcji (mIn)	481,5
EBITDA	115,8	262,0	126,2%	274,5	4,8%	273,3	-0,4%	MC (cena bieżąca)	1 767,1
marża EBITDA	18,2%	28,4%		29,3%		28,3%		EV (cena bieżąca)	1 997,4
EBIT	83,1	154,2	85,6%	186,1	20,7%	186,5	0,2%	Free float	10,9%
Zysk netto	73,4	95,2	29,8%	138,5	45,4%	142,2	2,7%		
P/E	24,1	18,6		12,8		12,4		Zmiana ceny: 1m	4,9%
P/CE	16,7	8,7		7,8		7,7		Zmiana ceny: 6m	44,5%
P/BV	3,0	2,9		2,4		2,2		Zmiana ceny: 12m	-3,4%
EV/EBITDA	16,4	7,5		7,3		7,3		Max (52 tyg.)	3,9
Dyld (%)	0,0	4,3		0,0		3,9		Min (52 tyg.)	2,4



Od początku roku akcje Famuru wzrosły o 29%, podczas gdy spółki porównywalne w tym samym czasie zyskiwały średnio 11%. Dobre zachowanie na giełdzie, to efekt dobrych perspektyw na pierwszą połowę roku oraz dużego prawdopodobieństwa przejęcia przez Spółkę producenta obudów zmechanizowanych Glinik. Spółka na początku kwietnia podpisała list intencyjny w tej sprawie, a biorąc pod uwagę doświadczenie i skuteczność Famuru w restrukturyzacji podmiotów z przemysłu ciężkiego oceniamy, że przejęcie pozytywnie przełoży się na wyniki Grupy w przyszłości. Obecnie Famur na 2012 rok notowany jest ze wskaźnikami 12,8 P/E i 7,3 EV/EBITDA. To daje 19% premii do spółek porównywalnych na wskaźniku cena / zysk i 9% dyskonta na wskaźniku EV/EBITDA. Wysokie wzrosty od początku roku mogą oznaczać, że większość pozytywnych informacji wydaje się być już w cenach, dlatego naszym zdaniem każde wzrosty zbliżające cenę akcji do 4 PLN dawałoby okazję do realizacji zysków z inwestycji. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj dla akcji Famuru.

Umowa o dużej wartości z Katowickim Holdingiem Węglowym

Spółka poinformowała w komunikacie o zawarciu z Katowickim Holdingiem Węglowym umowy na dostawę kompleksu do wybierania ścian niskich o wartości 128,5 mln PLN netto. Strony ustaliły termin dostawy na trzy miesiące od momentu podpisania umowy. Krótki czas przewidziany na dostawę sprzętu może oznaczać, że kontrakt znajdzie się w wynikach za 1Q'12 i 2Q'12.

Umowa eksportowa o dużej wartości

Spółka poinformowała w komunikacie bieżącym o zawarciu umowy na dostawę zmechanizowanego kompleksu ścianowego o wartości 24,96 mln USD (77,9 mln PLN) dla kontrahenta meksykańskiego. W skład umowy wchodzi 150 sekcji obudowy zmechanizowanej Fazos, przenośnik podścianowy, kruszarka Famur oraz kombajn produkcji Joy. Dostawy sprzętu przewidziano w terminie 6 miesięcy od czasu podpisania umowy.

Famur gotowy do przejęcia ZMG Glinik

Spółka poinformowała w komunikacie o podpisaniu listu intencyjnego z Fabryką Maszyn Glinik w sprawie kupna 100% udziałów w spółce Zakład Maszyn Górniczych "Glinik" za 16 mln PLN. Zgodnie z umową, na podstawie której TDJ w VII'11 przejął kontrolę nad GK GLINIK, zbycie udziałów Zakładu Maszyn Górniczych "Glinik" przed dniem 18 lipca 2014 wymaga akceptacji byłego właściciela - Inwest - GLINIK. Jeżeli zgoda na zbycie udziałów zostanie wydana, wówczas transakcja sprzedaży udziałów zostanie zawarta w ciągu 7 dni od dnia uzyskania zgody. List intencyjny przewiduje, że cena sprzedaży udziałów może ulec zwiększeniu jedynie w przypadku pozytywnego rozstrzygnięcia jednego z procesów prowadzonych przez ZMG "Glinik" (wówczas cena zostanie zwiększona o 50% odzyskanej należności). ZMG "Glinik" produkuje maszyny i urządzenia dla górnictwa węgla kamiennego (głównie obudowy zmechanizowane). Spółka zatrudnia blisko 900 pracowników, a jej potencjał produkcyjny pozwala na wyprodukowanie co najmniej 6 kompletów obudów ścianowych rocznie. O możliwym przejęciu ZMG Glinik od głównego właściciela Famuru – TDJ, pisaliśmy przy strategii na rok 2012. Famur zawsze był bardzo konsekwentny i zdecydowany w procesach restrukturyzacyjnych przejmowanych spółek. W ostatniej wypowiedzi Prezesa TDJ Glinik po restrukturyzacji dysponowałby rocznym potencjałem produkcyjnym na poziomie 200-300 mln PLN. Według nas jeśli ten zbliżyłby swoją rentowność do tej osiągniętej przez Fazos (spółka zależna Famuru – producent obudów)(nawet powyżej 15% marży EBITDA), to dołączenie podmiotu do Grupy generowałoby dodatkowe 30-45 mln PLN EBITDA rocznie. 10 lutego 2012 roku Glinik zawarł porozumienie z wierzycielami, na podstawie którego otrzymają oni 50% swoich wierzytelności w ciągu 5 lat (umorzeniu ulegną natomiast naliczone dotąd odsetki). Według informacji prasowych zadłużenie Glinik przed porozumieniem opiewało na 180 mln PLN. Oznaczałoby, że po porozumieniu, Famur przejmuje ZMG Glinik po EV 106 mln PLN.

Gdyby udało się doprowadzić spółkę do rentowności takich, jakimi operuje obecnie Fazos, wówczas przejęcie na potencjalnych wynikach byłoby realizowane na wskaźniku EV/EBITDA 2,5-3,5. Biorąc pod uwagę, że obecnie na rynku krajowym ilość zleceń górniczych znajduje się na wysokim poziomie, przejęcie dodatkowych mocy wytwórczych w zakresie obudów zmechanizowanych jest dobrym ruchem. Na koniec 2011 roku zadłużenie netto/EBITDA Famuru wyniosło zaledwie 0,6x.

Notowania Famur na tle konkurentów z branży zaplecza górniczego

Od początku roku akcje Famur wzrosły o 29%, podczas gdy spółki porównywalne wzrosły średnio o 11%. Marzec był bardzo słabym miesiącem dla spółek z zaplecza górniczego – średnio te spadały na przestrzeni okresu o 7% (w tym Joy Global -16%, Caterpillar -7%, Atlas Copco -7% i Sandvik -6%). Akcje polskich dostawców maszyn i urządzeń dla górnictwa zachowywały się relatywnie defensywnie do liderów z branży (Kopex w marcu spadł 9%, a Famur 2%). Famur obecnie notowany jest z 19% premią na wskaźniku cena/zysk na bieżący rok i 9% dyskontem na wskaźniku EV/EBITDA.



Impexmetal (Kupuj)

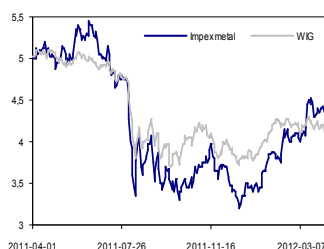
Cena bieżąca: 4,34 PLN

Cena docelowa: 5,7 PLN

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2012-01-19

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 417,6	2 677,2	10,7%	2 574,9	-3,8%	2 556,0	-0,7%	Liczba akcji (mln)	200,0
EBITDA	166,9	198,3	18,8%	169,0	-14,8%	180,5	6,8%	MC (cena bieżąca)	868,0
marża EBITDA	6,9%	7,4%		6,6%		7,1%		EV (cena bieżąca)	1 162,7
EBIT	105,5	143,5	36,0%	116,5	-18,9%	130,4	12,0%	Free float	38,0%
Zysk netto	76,8	99,9	30,1%	80,2	-19,7%	95,1	18,6%		
P/E	12,1	8,7		10,8		9,1		Zmiana ceny: 1m	8,8%
P/CE	6,7	5,6		6,5		6,0		Zmiana ceny: 6m	23,6%
P/BV	1,1	1,0		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	-15,2%
EV/EBITDA	8,1	6,3		6,9		5,9		Max (52 tyg.)	5,5
Dyid (%)	0,0	4,6		4,6		6,5		Min (52 tyg.)	3,2



Novelis – światowy lider w produkcji blach aluminiowych przy okazji ostatnich wyników przedstawił, że jego zdaniem okres redukcji zapasów na terenie Europy już się zakończył, co może zwiastować wzrost sprzedaży w przyszłości. Zarząd Impexmetal po wynikach za 4Q'11 przyznał, że Spółka jest w stanie wypłacić dywidendę w wysokości nawet całego jednostkowego zysku Impexmetal za 2011 rok (56,4 mln PLN; 0,28 PLN / akcję; DY 6,5%). Dodał również, że biorąc pod uwagę plany akwizycyjne Boryszewa - właściciel może zdecydować się na wypłatę znacznie większej kwoty, sięgając nawet do zysku zatrzymanego z poprzednich lat. Obecny dług netto do EBITDA'12 wynosi 1,9x, natomiast zwiększenie zadłużenia do 3x EBITDA dawałoby potencjał wypłaty zysku akcjonariuszom na poziomie 190 mln PLN (0,95 PLN / akcję; ponad 20% obecnej ceny). Spółka mogłaby później ponownie powrócić do niższego poziomu zadłużenia za sprawą sprzedaży inwestorowi branżowemu recyklera ołowiu - Baterpolu. Impexmetal jest obecnie notowany na wskaźniku P/E z 2,5% dyskontem do Spółek porównywalnych z branży i 2,8% premią na wskaźniku EV/EBITDA. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Notowania Impexmetal na tle konkurentów z branży

Od początku roku akcje Impexmetal wzrosły o 24%, podczas gdy spółki porównywalne wzrosły średnio o 19%. Akcje Impexmetal były również najdynamiczniej zyskującymi na wartości walorami zaraz za Noranda Aluminum (+28%). Impexmetal jest obecnie notowany z 2,5% dyskontem na 2012 rok na wskaźniku cena / zysk i 2,8% premią na wskaźniku EV/EBITDA.



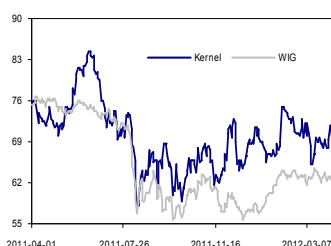
Kernel (Redukuj)

Cena bieżąca: 69,25 PLN Cena docelowa: 61,1 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2012-01-10

(mIn USD)	2009/10	2010/11	zmiana	2011/12P	zmiana	2012/13P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 020,5	1 899,1	86,1%	2 339,7	23,2%	2 773,0	18,5%	Liczba akcji (mln)	79,7
EBITDA	190,0	309,6	62,9%	369,7	19,4%	408,2	10,4%	MC (cena bieżąca)	5 518,1
marża EBITDA	18,6%	16,3%		15,8%		14,7%		EV (cena bieżąca)	5 882,6
EBIT	167,5	277,3	65,5%	313,4	13,0%	349,9	11,6%	Free float	43,6%
Zysk netto	152,0	226,3	48,9%	261,4	15,5%	295,3	13,0%		
P/E	10,5	7,7		6,7		5,9		Zmiana ceny: 1m	-1,3%
P/CE	9,2	6,7		5,5		4,9		Zmiana ceny: 6m	9,4%
P/BV	2,7	1,8		1,5		1,2		Zmiana ceny: 12m	-8,8%
EV/EBITDA	8,9	6,0		5,0		4,4		Max (52 tyg.)	84,4
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	58,0



Po słabej pierwszej połowie roku Zarządu przyznał, że dotychczasowe wyniki są poniżej jego oczekiwań, ale wierzy, że straty uda się odrobić w nadchodzących dwóch kwartałach. Ryzykiem pozostają niskie stany magazynowe słonecznika ukraińskich tłoczni. Spółki są zmuszone kupować wsad w drugiej połowie sezonu, a marża na tłoczeniu słonecznika w 3Q'12 (1Q'12) spadła do 180,6 USD/t vs. 212,0 USD/t w 3Q'11 (1Q'11). W segmencie sprzedaży zboża Kernelowi w IH'12 udało się wyeksportować 37% z zaplanowanych na cały rok wolumenów. W 1Q'12 wolumen eksportu zbóż z Ukrainy wyniósł 6,0MT vs. 7,05MT w 4Q'12 i 2,35 MT w 3Q'12. Dodatkowo większość cukru wyprodukowanego w 4Q'11 zostanie sprzedane do Funduszu Rezerwy dopiero w V'12. Rynek po wynikach za 1-3Q'12 może zacząć spekulować, czy Zarządowi uda się wywiązać z wcześniej zadeklarowanej prognozy. Od początku roku Kernel był o 10% gorszy niż indeks WIG20, w tym samym czasie jednak zachowywał się podobnie jak zagraniczni producenci olejów roślinnych. Podtrzymujemy rekomendację redukuj.

Ministerstwo Rolnictwa za przywróceniem zwrotu podatku VAT eksporterom

Ministerstwo Rolnictwa Ukrainy zaproponowało przywrócenie mechanizmu zwrotu podatku VAT eksporterom. Zniesienie mechanizmu w połowie poprzedniego roku spowodowało ograniczenie wolumenów sprzedaży, gdyż eksporterzy zmuszeni byli rozpoznać podatek VAT, jako koszt uzyskania przychodu i przenieść go na rolników. W rezultacie producentom zbóż zaproponowano ceny o 20% niższe, a ci byli niechętni by sprzedać uprawy po nowych cenach. W rezultacie wolumeny eksportu zboża spadły. Informacja pozytywna dla eksporterów i producentów w długim terminie, gdyż umożliwia zwiększenie wolumenów sprzedaży zboża w przyszłości. W naszych prognozach zakładamy zwiększenie i polepszenie przepływów gotówki z działalności operacyjnej w kolejnych latach. Regulacje po zmianach mogły naszym zdaniem zacząć obowiązywać od początku nowego sezonu (od XII'12). Potrzebna jest jeszcze zgoda Parlamentu i Ministerstwa Finansów. W krótkim okresie jednak farmerzy mogą spekulować, że w przyszłości uda się przywrócić zwrot podatku VAT eksporterom, co z kolei przełoży się na wzrost cen w kolejnych kwartałach. Mogą być wówczas w krótkim okresie niechętni, aby sprzedawać zboże teraz.

Ministerstwo obniża prognozę eksportu zboża z Ukrainy w sezonie 2011/2012

Ministerstwo Rolnictwa 14 marca obniżyło prognozę eksportu zboża z Ukrainy w sezonie 2011/2012 z 25,4 mln ton do 20-21 mln ton (około 1,7 mln ton miesięcznie). W marcu Ukrainę opuściło 2,4 mln ton zboża. Średnio od początku bieżącego sezonu Ukrainę opuszczało 1,6 mln ton zboża miesięcznie, w 4Q'11 1,5 mln ton miesięcznie. W I'12 wolumen wyniósł 1,9 mln ton, a w II'12 1,7 mln ton. Aby wypełnić prognozę Rządu dotyczącą eksportu zboża z Ukrainy średni miesięczny wolumen wysyłki upraw musiałby wynosić do końca czerwca 1,9 mln ton zboża. Jednocześnie Premier Ukrainy zapewnił, że Rząd nie zamierza wprowadzać żadnych ograniczeń w eksporcie zboża z Ukrainy w najbliższym czasie. Informacja o obniżeniu prognozy eksportu zboża z Ukrainy, to negatywna informacja dla eksporterów. Informacja o braku chęci wprowadzenia przez Rząd ograniczeń w eksporcie zboża jest pozytywna.

Ministerstwo Rolnictwa o planowanej strukturze zasiewów

Według informacji podanych do prasy przez Ministerstwo Rolnictwa w 2012 roku areal pod zasiew zbóż jarych wzrośnie z 7,75 mln ha do 9,98 mln ha (efekt strat związanych ze srogą zimą). Ministerstwo spodziewa się wzrostu zasiewu pszenicy jarej do 350 tys. ha (+23% r/r) oraz jęczmienia jarego do 3,2 mln ha (+24% r/r). Kukurydza zostanie wysiana na 5 mln ha (+37,9% r/r), a słonecznik na 4,5 mln ha (-1,3% r/r). Według organizacji zrzeszającej ukraińskich producentów cukru areal zasiewu buraka cukrowego w 2012 roku spadnie z 544 tys. ha do 515 tys. ha, prognoza Ministerstwa Rolnictwa mówi, że burakami obsiane zostanie 594 tys. ha. Jak na razie perspektywy arealu, jakim obsiany zostanie burak cukrowy są bardzo optymistyczne. Pozwalałoby to na produkcję cukru co najmniej na poziomie lokalnej

konsumpcji. Warto zwrócić naszym zdaniem uwagę na zatrzymanie się wzrostu areалу przeznaczanego pod słonecznik, co stanowi odstępstwo od reguły, jaką mieliśmy okazję obserwować w poprzednich kilku latach. Coraz większą popularność kosztem słonecznika zyskuje kukurydza (ceny kukurydzy nadal utrzymują się na wysokim poziomie, plony kukurydzy z hektara są również prawie dwukrotnie wyższe niż pszenicy przy podobnych kosztach zasiewu). Pierwszy od kilkunastu lat spadek areálu słonecznika może powoli sygnalizować, że wzrostowy scenariusz dla sektora olejowego powoli zaczyna się kończyć.

Notowania Kernela na tle zagranicznych producentów oleju roślinnego

Od początku roku akcje Kernela wzrosły o 3%, podczas gdy spółki porównywalne wzrosły średnio o 6%. Warto zauważyć jednak, że na tle konkurentów pozytywnie wyróżniają się akcje Bunge (+22%), które notowane są na amerykańskim rynku. Wyłączając Bunge z analizy, spółki porównywalne wzrosły od początku roku o 0,5%.



Kęty (Akumuluj)

Cena bieżąca: 117,3 PLN Cena docelowa: 136,7 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2012-03-05

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 210,5	1 503,9	24,2%	1 481,8	-1,5%	1 533,3	3,5%	Liczba akcji (mln)	9,2
EBITDA	181,6	221,8	22,1%	225,1	1,5%	231,0	2,6%	MC (cena bieżąca)	1 082,2
marża EBITDA	15,0%	14,7%		15,2%		15,1%		EV (cena bieżąca)	1 366,5
EBIT	118,0	151,2	28,2%	150,5	-0,5%	155,8	3,5%	Free float	59,4%
Zysk netto	89,7	103,5	15,4%	111,5	7,8%	116,3	4,3%		
P/E	12,1	10,5		9,7		9,3		Zmiana ceny: 1m	-4,2%
P/CE	7,1	6,2		5,8		5,7		Zmiana ceny: 6m	15,7%
P/BV	1,2	1,1		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	-7,6%
EV/EBITDA	7,4	6,2		6,1		5,8		Max (52 tyg.)	132,5
Dyid (%)	3,4	3,4		4,2		6,2		Min (52 tyg.)	86,6



Szacunkowe wyniki Zarządu za 1Q'12 wskazują, że przychody wzrosły o 8,5% r/r, EBITDA +5% r/r, a zysk netto +12% r/r. Akcje Spółki od początku roku wzrosły o 17%, podczas gdy spółki porównywalne wzrosły o 19%. Grupa Kęty na naszych prognozach notowana jest na 2012 rok z 33% dyskontem na wskaźniku cena/zysk i 17% dyskontem na EV/EBITDA. W naszej opinii reakcja na dobre dane dotyczące szacunkowych wyników za 1Q'12 była wyjątkowo mała, a bieżąca wycena na tle spółek porównywalnych wydaje się bardzo atrakcyjna. Akcje Grupy Kęty wydają się dobrą lokatą kapitału na kwiecień. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj dla Grupy Kęty.

Szacunkowa prognoza Zarządu za 1Q'12

Zarząd Grupy Kęty szacuje, że przychody ze sprzedaży wyniosą w 1Q'12 350 mln PLN (+8,5% r/r). Według prognozy największy wzrost w ujęciu procentowym zanotowały Segment Usług Budowlanych (+22%) oraz Segment Systemów Aluminiowych (+24%). Sprzedaż Segmentu Akcesoriów Budowlanych była o około 11% r/r wyższa. Segment Opakowań Giętkich oraz Segment Wyrobów Wyciskanych osiągnęły porównywalną z poprzednim rokiem wartość sprzedaży. Według prognozy Zarządu Spółki zysk operacyjny 1Q'12 wyniesie około 25 mln PLN (-0,5% r/r), a zysk EBITDA 45 mln PLN (+5% r/r). Amortyzacja w 1Q'12 wyniesie około 20 mln PLN (+3,4 mln PLN r/r). Saldo na działalności finansowej ze względu na umocnienie złotówki od początku roku będzie miało wynik dodatni i wyniesie +1,5 mln PLN. W konsekwencji Spółka szacuje, iż skonsolidowany zysk netto wyniesie około 21 mln PLN (+12% r/r). Na koniec 1Q'12 Zarząd szacuje, że dług netto Grupy będzie na poziomie 230 mln PLN (vs. 218 mln PLN na koniec 2011 roku). Zarząd w komentarzu do prognozy podaje, że koniunktura w 1Q'12 utrzymywała się na stabilnym poziomie (zgodnie z przewidywaniami Zarządu). Wstępne wyniki Zarządu za 1Q'12 pokazują, że koniunktura na systemy aluminiowe nadal kształtuje się na wysokim poziomie. Największą dynamikę sprzedaży notują segmenty związane z branżą budowlaną (usługi budowlane, systemy aluminiowe oraz akcesoria budowlane). Segmenty związane z dobrami konsumpcyjnymi i dla przemysłu są stabilne w porównaniu do analogicznego okresu roku ubiegłego (segment opakowań giętkich i wyrobów wyciskanych). Po stronie płynnościowej nadal, mimo ambitnych planów związanych z programem inwestycyjnym dług netto utrzymuje się na poziomie zbliżonym do tego z końca roku 2011.

Pozytywne zaskoczenie w raporcie skonsolidowanym za 2011 rok

W opublikowanym raporcie rocznym Grupy Kęty wynik netto za 2011 okazał się być o 10,8 mln PLN wyższy (+10,4%) niż wynikało to z raportu za 4Q'11. Jest to efektem niższego o 10,7 mln PLN podatku CIT, który to natomiast wynika z zaksięgowania zwolnień z tytułu działalności w specjalnych strefach ekonomicznych oraz zmiany aktywa na podatek z tytułu działalności w strefie w wysokości 9,3 mln PLN. Wcześniej Zarząd informował, że zwolnienia nie były księgowane w wynikach za 4Q'11. Zarząd poinformował również, że będzie rekomendował wypłacenie 5 PLN (4% DY) dywidendy na akcję z zysku za 2011 rok (zgodnie ze wcześniejszymi zapowiedziami).

Notowania Grupy Kęty na tle konkurentów z branży obróbki aluminium

Od początku roku akcje Grupy Kęty wzrosły o 17%, podczas gdy spółki porównywalne wzrosły średnio o 19%. Grupa Kęty jest obecnie notowana z 33% dyskontem do Spółek porównywalnych z branży na wskaźniku P/E i 17% dyskontem na wskaźniku EV/EBITDA.



Kopex (Trzymaj)

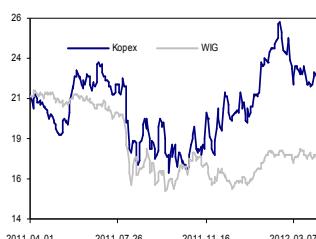
Cena bieżąca: 22,37 PLN

Cena docelowa: 22,6 PLN

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2012-03-05

(mln PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	2 365,2	2 126,3	-10,1%	2 073,7	-2,5%	2 132,2	2,8%	Liczba akcji (mln)	74,3
EBITDA	184,6	274,7	48,8%	335,6	22,2%	332,4	-0,9%	MC (cena bieżąca)	1 662,8
marża EBITDA	7,8%	12,9%		16,2%		15,6%		EV (cena bieżąca)	2 166,4
EBIT	100,1	172,0	71,9%	231,5	34,6%	223,6	-3,4%	Free float	28,3%
Zysk netto	33,3	153,5	361,6%	162,9	6,1%	158,3	-2,9%		
P/E	50,0	10,8		10,2		10,5		Zmiana ceny: 1m	1,7%
P/CE	14,1	6,5		6,2		6,2		Zmiana ceny: 6m	24,3%
P/BV	0,7	0,7		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	5,6%
EV/EBITDA	12,0	8,3		6,5		6,3		Max (52 tyg.)	25,8
Dyid (%)	0,0	0,0		1,0		4,8		Min (52 tyg.)	16,8



Na początku roku backlog Kopex związany z działalnością podstawową na 2012 rok wyniósł 830 mln PLN (+60% r/r). Wzrost inwestycji w krajowym i światowym górnictwie niesie za sobą zwiększenie stawek w zawiązywanych umowach, a zdobywane na przełomie 2011/2012 kontrakty zagraniczne podpisywane są przy kursie 4,4-4,5 EUR/PLN, podczas gdy koszt wytworzenia kalkulowany był przy kursie 3,9-4,0 EUR/PLN. Prawdopodobnie rok 2012 będzie dla polskich spółek z zaplecza górniczego rekordowy pod względem rentowności i wielkości raportowanych rezultatów. Kopex jest obecnie notowany z 7% dyskontem do spółek z branży na wskaźniku cena/zysk i 10% dyskontem na wskaźniku EV/EBITDA. Ewentualną korektę na akcjach Kopexu w kwietniu, należałoby naszym zdaniem wykorzystać do okazynego kupna waloru. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Notowania Kopex na tle konkurentów z branży zaplecza górniczego

Od początku roku akcje Kopex wzrosły o 14%, podczas gdy spółki porównywalne wzrosły średnio o 11%. Marzec był bardzo słabym miesiącem dla spółek z zaplecza górniczego – średnio te spadały na przestrzeni okresu o 7% (w tym Joy Global -16%, Caterpillar -7%, Atlas Copco -7% i Sandvik -6%). Akcje polskich dostawców maszyn i urządzeń dla górnictwa zachowywały się relatywnie defensywnie do liderów z branży (Kopex w marcu spadł 9%, a Famur 2%). Kopex obecnie notowany jest z 7% dyskontem do Spółek porównywalnych z branży na wskaźniku cena zysk i 10% dyskontem na wskaźniku EV/EBITDA.



Mondi (Sprzedaj)

Cena bieżąca: 71,5 PLN

Cena docelowa: 74,4 PLN

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2012-04-05

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 263,7	2 771,7	22,4%	2 473,3	-10,8%	2 404,2	-2,8%	Liczba akcji (mln)	50,0
EBITDA	488,1	610,4	25,1%	469,1	-23,2%	431,7	-8,0%	MC (cena bieżąca)	3 575,0
marża EBITDA	21,6%	22,0%		19,0%		18,0%		EV (cena bieżąca)	3 923,0
EBIT	330,7	457,3	38,3%	321,7	-29,7%	287,7	-10,6%	Free float	16,0%
Zysk netto	249,3	396,0	58,9%	293,0	-26,0%	252,8	-13,7%		
P/E	14,3	9,0		12,2		14,1		Zmiana ceny: 1m	0,6%
P/CE	8,8	6,5		8,1		9,0		Zmiana ceny: 6m	-3,7%
P/BV	2,5	2,0		2,1		2,1		Zmiana ceny: 12m	-10,2%
EV/EBITDA	8,3	5,7		8,4		9,0		Max (52 tyg.)	89,5
Dyid (%)	0,0	0,0		11,1		8,2		Min (52 tyg.)	55,3



W wyniku wezwania na akcje spółki, Mondi International Holdings zamierza nabyć 17 mln akcji (34%) a następnie wycofać spółkę z obrotu giełdowego. Oferowana w wezwaniu cena (72 PLN za akcję) jest naszym zdaniem uczciwa i uwzględnia dość optymistyczny scenariusz dla rynku papieru. Na bazie obniżonych prognoz, oferowana cena implikuje EV/EBITDA'12 na poziomie 8,5 i P/E 12,3 (należy jednak pamiętać, że obecnie spółka czasowo płaci niższe podatki - efektywna stopa = 5,7% - co związane jest z rozliczeniem inwestycji w strefie ekonomicznej, wg naszych szacunków tylko do 2015). Biorąc pod uwagę nadal niepewne otoczenie makro w Europie Zachodniej (do której trafia ponad 50% sprzedaży), naszym zdaniem akcjonariusze powinni odpowiedzieć na wezwanie MIH. Przyjmowanie zapisów na sprzedaż akcji odbywać się będzie do 10 kwietnia br.

Obserwowane od połowy lutego podwyżki cen papieru szczególnie papierów makulaturowych są próbą zniwelowania efektu rosnących cen surowca na rynku azjatyckim. Od początku roku cena makulatury drożeje o 30,5%, papieru pozostaje na niezmiennym poziomie. Podczas gdy jeszcze na koniec listopada 2011 teoretyczna marża na produkcji testlinera (różnica w cenie produktu i surowca) wynosiła 1 450 PLN/t to obecnie spadła do 1 120 PLN/t, tj. poziomu notowanego w 1Q2011. Przyczyną są tu Chiny, w ub. r. zużyły 70 mln ton makulatury, z czego 26,7 mln ton importowały (+11,3% r/r), m.in. z Europy. Średnia cena makulatury importowanej przez chińczyków wyniosła 258 USD/t (+18,4% r/r), w tym czasie średnia cena surowca na rynku europejskim była o ponad 20% niższa i wyniosła 200 USD/t.

Budowa nowej maszyny papierniczej w zakładach Stora Enso w Ostrołęce przebiega zgodnie z planem. Inwestycja (285 mln Euro) powinna zostać oddana do użytku na początku 2013 roku. Obecne moce produkcyjne fabryki Stora w Ostrołęce wynoszą ok. 270 tys. ton papieru, wzrosną o 455 tys. ton do 725 tys. ton. Nowa maszyna będzie „zasysała” z rynku ok. 530 tys. ton makulatury i może istotnie wpływać na poziom cen surowca w kraju.

W naszej prognozie zakładamy, że do końca roku ceny papierów i makulatury ustabilizują się na obecnych poziomach. Tym niemniej dotychczas dobrym wskaźnikiem wyprzedzającym dla cen papieru na rynku europejskim jest PMI dla przemysłu strefy Euro. W poprzednich cyklach z 3-6 miesięcznym wyprzedzeniem wskazywał jak będzie zmieniał się trend cenowy. Po trzymiesięcznym odreagowaniu spadków z 2H2011 roku w marcu wartość PMI nieoczekiwanie obniżyła się do 47,7 punktu, co w kontekście cen papieru może niepokoić.



Rovese (Akumuluj)

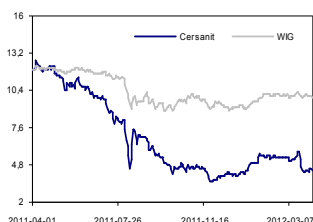
Cena bieżąca: 4,37 PLN

Cena docelowa: 6 PLN

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2012-03-05

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 531,5	1 638,2	7,0%	1 714,9	4,7%	1 786,3	4,2%	Liczba akcji (mln)	270,5
EBITDA	253,5	250,7	-1,1%	300,9	20,0%	311,1	3,4%	MC (cena bieżąca)	1 182,0
marża EBITDA	16,6%	15,3%		17,5%		17,4%		EV (cena bieżąca)	1 777,3
EBIT	142,0	135,8	-4,4%	184,0	35,5%	194,5	5,7%	Free float	29,2%
Zysk netto	103,0	87,8	-14,8%	113,2	29,0%	126,1	11,4%		
P/E	9,2	13,5		10,4		9,4		Zmiana ceny: 1m	-13,3%
P/CE	4,4	5,8		5,1		4,9		Zmiana ceny: 6m	-4,2%
P/BV	0,7	0,7		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	-65,4%
EV/EBITDA	7,1	8,1		5,9		5,2		Max (52 tyg.)	12,6
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,6



Mimo gorszych od oczekiwań wyników za 4Q'11 (EBIT –66,5% vs. prognoza DI BRE) warto naszym zdaniem uwierzyć w inwestycję w Rovese na 1Q'12. W I'12 i II'12 ceny kategorii płytek ceramicznych były o 5,5% r/r wyższe i 2% q/q wyższe, a Spółka nadal produkowała towar przed rozpoczęciem sezonu w oparciu o koszty bez podwyżki taryfy gazowej (ta została zmieniona w IV'12). Dodatkowo Spółka korzysta na dobrych warunkach pogodowych, w związku z czym wzrosła sprzedaż materiałów budowlanych (w I'12 i II'12 sprzedaż w PSB +13% r/r). 1Q'11, to okres niskiej bazy rezultatów dlatego naszym zdaniem istnieje wysokie prawdopodobieństwo dodatniej dynamiki wyników w 1Q'12. Przy kursach walutowych na koniec III'12 w 1Q'12 Rovese zaksięguje 76,8 mln PLN dodatnich różnic kursowych, a według naszych szacunków dług netto do EBITDA (12M) spaść może nawet poniżej 3,0x vs. 3,4x na koniec 2011. Sytuacja płynnościowa Spółki jest w naszej opinii dobra - na koniec 2011 roku stan wolnych środków pieniężnych wyniósł 383 mln PLN. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj dla Spółki Rovese.

Wyniki 4Q11

W 4Q'11 przychody ze sprzedaży Grupy Rovese wyniosły 381,3 mln PLN i były o 0,6% wyższe od naszych oczekiwań (+0,9% vs. konsensus). Wyższe od oczekiwań wyniki sprzedażowe miały miejsce w segmencie ceramiki sanitarnej 98,3 mln PLN (+61,7% vs. prognozy DI BRE). Te rekompensowały słabsze przychody w segmentach płytek ceramicznych 246,0 mln PLN (-9,2% vs. prognoza DI BRE) oraz artykułów około ceramicznych 37,1 mln PLN (-21,4% vs. prognoza DI BRE).

Wynik brutto ze sprzedaży w 4Q'11 wyniósł 135,7 mln PLN i był o 0,5% niższy od naszych oczekiwań. Marża brutto ze sprzedaży wyniosła 35,6% vs. oczekiwania DI BRE 36,0%. Wyższe niż się spodziewaliśmy o 12,3% (+13,2% r/r) okazały się koszty zarządu (+21,3% vs. prognoza DI BRE; +27,3% r/r) i koszty sprzedaży (+8,6% vs. prognoza DI BRE; 7,5% r/r). Naszym zdaniem wzrost pierwszej z pozycji mógł być związany z odprawami i nagrodami dla członków Zarządu, którzy w 2011 roku zakończyli współpracę z Grupą. W sumie szacujemy, że koszt odpraw, nagród uznaniowych i kwartalnych dla byłych członków Zarządu w 2011 roku wyniósł około 3 mln PLN. Z kolei na wyższe koszty sprzedaży prawdopodobnie największy wpływ miały rosnące ceny transportu (paliw). Wynik na pozostałej działalności operacyjnej wyniósł -4,9 mln PLN (nasze oczekiwania 0 mln PLN). Zysk operacyjny w 4Q'11 sięgnął 9,5 mln PLN i był o 66,5% niższy od naszych oczekiwań. Gdyby oczyścić rezultat o pozostałą działalność operacyjną, to wynik nadal byłby o 49,4% niższy niż się spodziewaliśmy – efekt wyższych o 13,3 mln PLN kosztów zarządu i sprzedaży).

Saldo działalności finansowej w 4Q'11 wyniosło +9,4 mln PLN vs. prognoza DI BRE +2,1 mln PLN, co należałoby wiązać z wyższymi dodatnimi różnicami kursowymi (efekt przeszacowania wartości portfela kredytów walutowych w rezultacie zmian kursów walut). Wynik brutto wyniósł w 4Q'11 18,9 mln PLN (-38,1% vs. prognoza DI BRE). Spółka zaksięgowania ujemny podatek na poziomie -12,8 mln PLN (oczekiwania DI BRE +3,1 mln PLN), co z kolei pozytywnie wpłynęło na wartość zysku netto (31,9 mln PLN; +16,9% vs. prognoza DI BRE). Ujemny podatek, to prawdopodobnie efekt przeniesienia znaków towarowych poza granicę kraju i uzyskanie w ten sposób tarczy podatkowej. Efekt ten należy jednak traktować jako zdarzenie jednorazowe.

Na koniec 2011 roku dług netto Grupy Rovese wyniósł 843,1 mln PLN vs. nasza prognoza 726,5 mln PLN (+0,54 PLN / akcję). Dług netto do EBITDA'11 na koniec 2011 roku wyniósł 3,36x. Przepływ gotówki z działalności operacyjnej w 4Q'11 wyniósł -20,8 mln PLN vs. +38,8 mln PLN w analogicznym okresie rok wcześniej. Rekordowo niski, jak na czwarty kwartał przepływ gotówki z działalności operacyjnej, to rezultat zwiększenia o około 68 mln PLN na przestrzeni 4Q'11 zaangażowania gotówki w zapasy przed sezonem 2012 roku. Nie bez znaczenia był również spadek zobowiązań handlowych o 45 mln PLN w 4Q'11.

Spółka na przestrzeni 4Q'11 wydała 52,7 mln PLN na inwestycje. W sumie w całym 2011 roku całkowity Capex wyniósł 155,3 mln PLN i był najwyższy od 2008 roku, gdy Grupa przeprowadzała program inwestycyjny zmierzający do rozbudowy mocy produkcyjnych w Europie Wschodniej.

Trendy cenowe w Polskich Składach Budowlanych w lutym

W lutym według trendów cenowych Polskich Składów Budowlanych ceny kategorii płytek ceramicznych, wyposażenia łazienek i kuchni wzrosły o 1,1% m/m. W całych 1Q'12 ceny były o 2% q/q wyższe i 5,5% r/r wyższe. Przychody PSB S.A. ze sprzedaży materiałów budowlanych w lutym 2012 r. były 0,5% niższe niż przed rokiem oraz o 8% niższe niż w styczniu 2012 r. Spadek sprzedaży jest wynikiem bardzo ostrej zimy w miesiącu lutym w porównaniu do ciepłego stycznia br. Sprzedaż po dwóch miesiącach 2012 r. była wyższa o 13% od osiągniętej w analogicznym okresie roku poprzedniego.

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

I 2011	II 2011	III 2011	IV 2011	V 2011	VI 2011	VII 2011	VIII 2011	IX 2011	X 2011	XI 2011	XII 2011	I 2012	II 2012
2,9%	0,4%	1,8%	0,0%	0,0%	0,0%	1,1%	-0,1%	0,6%	0,3%	0,3%	0,0%	1,3%	1,1%

Źródło: GRUPA PSB

Budownictwo

Dynamika produkcji budowlano-montażowej w lutym

Produkcja budowlano-montażowa w lutym wzrosła o 12% r/r i spadła o 5,5% m/m. Po wyeliminowaniu czynników sezonowych, produkcja budowlano-montażowa wzrosła o 13,3% r/r i spadła o 2,0% m/m.

CBA bada stadion w Poznaniu

CBA powiadomiło prokuraturę o możliwości popełnienia przestępstwa przez prezydenta Poznania, w związku z budową Stadionu Miejskiego. Chodzi o tolerowanie niekorzystnych, wartych 30 mln PLN, umów z projektantem oraz zlecenie dostaw różnych usług i produktów bez przetargów. Sprawa zamiany wełny mineralnej na styropian w ramach budowy jest już w toku. Jedna sprawa została już umorzona.

Budownictwo infrastrukturalne

Roszczenia na kontraktach drogowych sięgają 2,8 mld PLN

Gazeta Prawna za GDDKiA podaje, że z 2,76 mld PLN roszczeń, związanych z realizacją kontraktów drogowych: a) 1,37 mld PLN zostało odrzucone, b) 0,08 mld PLN zostało uznane, c) 1,3 mld PLN jest w trakcie rozpatrywania, d) 0,01 mld PLN zostało wycofane przez wykonawców. Decyzje co do roszczeń mają być podjęte w marcu lub w kwietniu. Pieniądzy na pewno nie dostaną wszyscy. GDDKiA nie weźmie odpowiedzialności za wzrost kosztów budowy – mówi szef GDDKiA. Na pieniądze mogą liczyć wykonawcy zaskoczeni warunkami geologicznymi na placu budowy. Jeśli w dokumentacji przetargowej wystąpił błąd lub zmieniły się warunki, które przez wykonawcę nie mogły być przewidziane, roszczenie zostanie przyjęte. Według GDDKiA zasadnych jest około 10% roszczeń.

GDDKiA chciałaby wydłużenia gwarancji na drogi

GDDKiA będzie domagać się wydłużenia gwarancji do 7 lat w przypadku wszystkich dróg, gdzie zaobserwowano pęknięcia. Do piątku firmy mają czas na naprawę 206 spękań na odcinku autostrady A2. GDDKiA szacuje, że usunięcie spękań będzie kosztować jedynie 60 tys. PLN.

Nadal brak decyzji w sprawie przesunięcia środków z kolei na drogi

Komisja Europejska nie podjęła jeszcze decyzji w sprawie przesunięcia części funduszy UE z projektów kolejowych na drogi. O propozycji negatywnie wypowiada się Komisarz UE ds. transportu. Wiążącą decyzję ma podjąć Dyrekcja Regionalna Ds. Polityki Regionalnej. W celu przesunięcia środków, polski rząd sporządził dokument, w którym wykazuje ograniczone możliwości wykorzystania tak dużej kwoty zaoszczędzonych środków.

GDDKiA zabiega o kredyt wart 2,8 mld PLN

GDDKiA przygotowuje się do złożenia wniosku do EBI o przyznanie kredytu na kwotę 2,8 mld PLN. Kredyt ma finansować budowę odcinków drogi S7 i S8. Prezes Polskiego Kongresu Drogowego, p. Kotlarek, przyznaje, że jest to bardzo dziwne, gdyż GDDKiA powinna mieć zabezpieczone finansowanie już w momencie podpisania umów. Rzecznika GDDKiA przyznaje, że wszystkie projekty na S7 i S8 mają zapewnione finansowanie. Przyznaje też, że EBI dopuszcza możliwość refinansowania nakładów poniesionych do czasu zawarcia umowy kredytowej.

Budownictwo energetyczne

7 ofert na budowę Elektrowni Północ

W przetargu na budowę Elektrowni Północ w Pelplinie, złożono 7 ofert. Oferty złożyły konsorcja: a) SNC-Lavalin, Mostostal Warszawa; b) Hitachi i Polimex; c) Alstom; d) Rafako; e) Doosan i Siemens; f) Shanghai Electric Group; g) China National Electric Engineering Corporation. W Pelplinie mają powstać 2 bloki o mocy 780-1050 MW każdy, o szacowanym koszcie 12 mld PLN. Inwestycja posiada pozwolenie na budowę i decyzję środowiskową. Elektrownia ma podpisaną umowę z Bogdanką na dostawy węgla (za 10 mld PLN). Elektrownia Północ poszukuje partnera do realizacji inwestycji oraz finansowania.

ABM Solid

Porozumienie z wierzycielami

ABM podpisał z wierzycielami (banki, obligatariusze) porozumienie. W porozumieniu zapisano główne założenia dot. redukcji zadłużenia spółki (wcześniejszy wykup obligacji z obniżeniem ceny, konwersja długu na akcje, przesunięcie harmonogramu spłaty długu, obniżenie oprocentowania). Wierzyciele wyrazili też zgodę na zbywanie majątku nieoperacyjnego. Do końca Q2 ma być podpisana umowa restrukturyzacyjna. Prezes ABM Solid oczekuje realizacji emisji akcji za ponad 20 mln PLN (m.in. do IDM) oraz konwersji długu na akcje na ponad 20 mln PLN. Portfel zleceń na rok 2012 jest wypełniony w 75%.

Bipromet

Wyniki Q4 2011

W Q4 2011 Bipromet wypracował 34,4 mln PLN przychodów, 4,9 mln PLN zysku brutto (marża: 14,2%), 2,8 mln PLN zysku na sprzedaży, 0,8 mln PLN EBIT i 0,2 mln PLN zysku netto. Na wyniki negatywnie wpłynęło duże ujemne saldo pozostałych kosztów operacyjnych (2 mln PLN). Na koniec 2011 roku gotówka netto wyniosła 17,1 mln PLN.

Portfel zleceń i kontrakty zagraniczne

Portfel zleceń na rok 2011 ma wartość 50 mln PLN. Bipromet stara się o pozyskanie kontraktów zagranicznych. Spółka jest blisko podpisania umowy na projektowanie i budowę pieców w hucie w serbskim Borze. Bipromet ma też nadzieje na kontrakty związane z przejęciem Quadry przez KGHM. Sprzyjać temu ma delegowanie członka rady nadzorczej Biprometu do zarządu Quadry.

Budopol Wrocław

Portfel na rok 2012 wynosi 110 mln PLN

Budopol w portfelu zamówień ma na rok 2012 kontrakty warte 110 mln PLN. Celem na rok 2012 jest utrzymanie sprzedaży na podobnym poziomie r/r. Ma w tym pomóc pozyskanie nowych kontraktów od Ganta (osiedla przy ul. Sokołowskiej, Raławickiej, Jana Kazimierza) oraz potencjalnie zlecenie od podmiotu zewnętrznego.

Plan połączenia

Budopol powziął uchwałę o połączeniu z Intakusem. Warunkiem jest przeprowadzenie przez Intakus restrukturyzacji zadłużenia do 30 września 2012 i dokonanie przez Intakus zmiany struktury aktywów i utrzymanie określonej struktury aktywów. Warunkiem połączenia jest też pozytywna ocena due dilligence, które będzie przeprowadzone do 10 kwietnia 2012.

Elektrotim

Wyniki 2012 roku jak w roku 2011

Elektrotim spodziewa się w 2012 roku porównywalnych wyników r/r. W I półroczu 2012 dynamika przychodów będzie dodatnia. Na koniec 2011 roku backlog Elektrotimu miał wartość 172 mln PLN, a na koniec lutego 2012: 167 mln PLN. Na koniec 2011 roku Grupa miała 32,2 mln PLN gotówki. Część z gotówki zostanie przeznaczona na dywidendę, a część na przejęcia. Dywidenda będzie zbliżona do górnej granicy przedziału 5-10%. W kwestii przejęć, Elektrotim bada jednocześnie 4 różne podmioty.

Energoinstal

Słabszy koniec roku

Energoinstal w Q4 2011 wygenerował 58,7 mln PLN przychodów, 7,2 mln PLN zysku brutto na sprzedaży (marża: 12,2%), 3,5 mln PLN EBIT i 2,5 mln PLN zysku netto. Pozostałe przychody operacyjne netto dodały 0,9 mln PLN do wyniku. W całym 2011 roku Energoinstal osiągnął 247,2 mln PLN przychodów, 13,9 mln PLN EBIT i 10,6 mln PLN zysku netto. Operacyjne przepływy w Q4 2011 były ujemne, na koniec 2011 roku spółka miała 16,4 mln PLN gotówki netto.

Instal Kraków

Wyniki Q4 2011

Instal Kraków w Q4 2011 wygenerował 165,8 mln PLN przychodów, 27,6 mln PLN zysku brutto na sprzedaży (marża: 16,7%), 22,6 mln PLN zysku na sprzedaży, 17,2 mln PLN EBIT, 13,7 mln PLN zysku netto. Na wyniki negatywnie wpłynęły pozostałe koszty operacyjne netto (5,4 mln PLN). W całym 2011 roku Instal wypracował 402,6 mln PLN przychodów, 26 mln PLN EBIT i 21,1 mln PLN zysku netto. Operacyjne przepływy wyniosły +5,7 mln PLN.

Mostostal Płock

Wyniki Q4 2011

Mostostal Płock w Q4 2011 wygenerował 26,2 mln PLN przychodów, 2,3 mln PLN straty brutto na sprzedaży, 2,5 mln PLN straty EBIT i 1,8 mln PLN straty netto. Operacyjne przepływy w Q4 2011 wyniosły minus 18,1 mln PLN. W komentarzu do sprawozdania prezes spółki wspomina o oczekiwanej poprawie wyników w 2012 roku. Stanie się tak z uwagi na a) pozyskany portfel zleceń (130 mln PLN na rok 2012); b) restrukturyzację zatrudnienia. Prezes przyznaje jednak, że „nie można liczyć na kokosy” w 2012 roku.

Mostostal Zabrze

Blisko porozumienia na Stadionie Śląskim

Marszałek Województwa Śląskiego zapowiada, że koszt modernizacji Stadionu Śląskiego może wzrosnąć o 50 mln PLN. Wzrost kosztów wynika z a) konieczności zaprojektowania i wykonania elementów konstrukcji dachu po awarii; b) rozliczenia wcześniejszych niedoszacowań w kosztach budowy.

Pozew na 34,5 mln PLN

Mostostal Zabrze złożył pozew do Sądu Okręgowego w Kielcach w sprawie rozliczenia kontraktu na rozbudowę instalacji współspalania biomasy w Polańcu. Wartość pozwu to 34,5 mln PLN (15% kapitalizacji spółki). Roszczenia wobec inwestora wynikają z poniesienia dodatkowych kosztów, związanych ze zmianami projektowymi oraz innowacyjnym charakterem inwestycji.

Pol-Aqua

Wybór oferty za 427,5 mln PLN

PKP PLK wybrały ofertę konsorcjum firm: Pol-Aqua, Dragados, Vias y Construcciones, Electren na zaprojektowanie i wykonanie robót budowlanych dla LCS Łuków – stacja Siedlce, Łuków i Międzyrzec Podlaski. Wartość oferty to 427,5 mln PLN, z czego 38%, czyli 162,5 mln PLN, przypada na Pol-Aqua (23% oczekiwanych przychodów Pol-Aqua w 2011 roku). Najtańsza oferta FCC (318 mln PLN) nie została wybrana. Kolejne oferty: Mostostal Białystok i partnerzy (447 mln PLN, +4,6%), PKP Energetyka, Trakcja Tiltra i PPMT (487,8 mln PLN, +14,1%). Łącznie złożono 12 ofert.

Tesgas

Wyniki Q4 2011

Tesgas w Q4 2011 wypracował 47,9 mln PLN przychodów, 12,6 mln PLN zysku brutto na sprzedaży (marża: 26,2%), 8,1 mln PLN EBIT i 5,9 mln PLN zysku netto. Na wyniki negatywnie wpłynęły pozostałe koszty operacyjne netto (1,6 mln PLN). W całym 2011 roku spółka wypracowała 178,9 mln PLN przychodów, 16,5 mln PLN EBIT i 13,2 mln PLN zysku netto. Gotówka netto wyniosła 11,9 mln PLN (koniec 2010 roku: 29,3 mln PLN). Portfel zleceń na rok 2012 ma wartość 98 mln PLN.

Trakcja Tiltra

Wyniki Q4 2011: bez zdarzeń jednorazowych byłaby strata

Grupa Trakcja Tiltra zaprezentowała w 2011 roku 748,7 mln PLN przychodów, 1,6 mln PLN zysku brutto na sprzedaży, 81 mln PLN EBIT i 95,4 mln PLN zysku netto. W całym 2011 roku Trakcja Tiltra zaprezentowała 109,4 mln PLN zysku netto. Zyski te mają wyłącznie księgowy charakter. Skorygowany o zdarzenia jednorazowe związane z Poldimem wynik netto w 2011 roku wyniósłby -8,0 mln PLN (strata netto). Wyeliminowanie pozostałych zdarzeń jednorazowych, w tym zysku na sprzedaży Eco Wind, pozwala oszacować stratę netto na poziomie 20 mln PLN. Znacznie ważniejszy niż „papierowe zyski” jest spadek długu netto z 690 mln PLN w Q3 2011 do 313 mln PLN w Q4 2011. Z kwoty tej: 140 mln PLN to rozliczenie ceny nabycia Tiltry (zwrot obligacji), a blisko 44 mln PLN - środki ze sprzedaży Eco-Wind. Pozostałe 193 mln PLN to skutek sezonowego spadku kapitału obrotowego.

Termin na ewentualną ugodę z bankami przedłużony

Trakcja Tiltra podpisała z bankami umowę, dotyczącą przedłużenia terminu wstrzymania się banków od działań egzekucyjnych wobec Poldimu. Umowa została przedłużona z końca lutego do 31 marca 2012.

Przedłużenie umowy kredytowej

PRKiL Wrocław przedłużył z Alior Bank umowę kredytową wartą 60 mln PLN do 31 marca 2013.



Budimex (Akumuluj)

Cena bieżąca: 85 PLN

Cena docelowa: 98,1 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2012-02-27

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	4 430,3	5 516,7	24,5%	5 648,5	2,4%	4 738,8	-16,1%	Liczba akcji (mln)	25,5
EBITDA	352,6	340,6	-3,4%	294,1	-13,7%	257,3	-12,5%	MC (cena bieżąca)	2 170,1
marża EBITDA	8,0%	6,2%		5,2%		5,4%		EV (cena bieżąca)	1 199,7
EBIT	331,4	319,4	-3,6%	265,4	-16,9%	228,2	-14,0%	Free float	35,3%
Zysk netto	267,4	260,9	-2,4%	236,4	-9,4%	190,4	-19,5%		
P/E	8,1	8,3		9,2		11,4		Zmiana ceny: 1m	2,7%
P/CE	7,5	7,7		8,2		9,9		Zmiana ceny: 6m	21,4%
P/BV	3,2	3,0		3,2		3,1		Zmiana ceny: 12m	-16,2%
EV/EBITDA	1,0	1,7		4,1		7,0		Max (52 tyg.)	109,2
Dyid (%)	8,0	10,7		12,3		7,6		Min (52 tyg.)	64,0



Najważniejsza z punktu widzenia oceny Budimexu jest gotówka. Q1 2012 może przynieść jej duży spadek, z 1,58 mld PLN nawet do 0,75 mld PLN. Spadek gotówki wynikać będzie ze: a) spadku stanu zaliczek otrzymanych od GDDKiA; b) zaangażowania środków w finansowanie kapitału obrotowego. Spadek gotówki może nie sprzyjać kursowi spółki, uważamy jednak, że nasze szacunki dotyczące wyników i bilansu Budimexu na lata 2012-2013 pozostają aktualne. Pomimo spadku gotówki, spółka nadal utrzyma ujemny kapitał obrotowy (rozumiany jako należności minus zobowiązania). Podtrzymujemy opinię, że spółka posiada rezerwy pozwalające utrzymać wyniki na wysokim poziomie w 2012 i 2013 roku. Rok 2014 jest obecnie większą niewiadomą. Na razie zauważamy spadek liczby nowych przetargów drogowych. Sądzymy, że uda się przesunąć 4,8 mln PLN dotacji z UE z kolei na drogi i zobaczymy jeszcze w tym roku nowe kontrakty o wartości większej, niż oczekiwania pesymistów (2-3 mld PLN). Kolejne zlecenia pojawią się wraz z nową perspektywą UE na lata 2014-2020. Powoli stabilizują się warunki realizacji kontraktów drogowych. Pojawiają się pierwsze sygnały spadku kosztów budowy (presja na spadek cen dzierżawy maszyn). Pod koniec roku, po zakończeniu dużych kontraktów drogowych, branża drogowa doświadczy bardzo dużych zwolnień. Pozwoli to zredukować koszty płacowe w sektorze. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Raport Q4 2011 potwierdza wysoką jakość wyników Q4 '11

Budimex opublikował pełny raport roczny za rok 2011. Daje on kilka nowych argumentów, potwierdzających wysoką jakość wyników Q4 2011. Po pierwsze (1), o 9,8 mln PLN niższe od naszych szacunków były koszty ogólne. Po drugie (2), o porównywalną kwotę nasze szacunki przekroczyły pozostałe koszty operacyjne (zdarzenia jednorazowe). Po trzecie (3), saldo rezerw na straty na kontraktach spadło w Q4 2011 o 4,2 mln PLN. Jest to znacznie mniej, niż oczekiwaliśmy. Po czwarte (4), udział kosztów zużycia materiałów i energii w strukturze kosztów wzrósł z 25,7% w 2010 roku do 42,6% w 2011 roku.

Propozycja dywidendy: 10,97 PLN/akcję, yield 12,7%

Zarząd Budimexu zaproponował wypłatę 280,1 mln PLN w formie dywidendy. Jest to 10,97 PLN/akcję (yield = 12,7%). Zarząd proponuje, aby dzień dywidendy ustalić na 11 czerwca 2012, a dzień wypłaty dywidendy na 25 czerwca 2012.

Kontrakt biurowy Budimexu za 77,1 mln PLN

Budimex podpisał kontrakt z Kraków Development I na budowę Centrum Biurowego Neptun w Gdańsku. Wartość umowy to 18,7 mln EUR, czyli 77,1 mln PLN (1,4% prognozowanych przychodów Budimexu na rok 2012). Termin zakończenia prac to 28 września 2013.

Kontrakt za 48,6 mln PLN

Budimex podpisał umowę z Zarządem Dróg Wojewódzkich w Lublinie na rozbudowę drogi 822 Lublin – Port Lotniczy Świdnik. Wartość umowy to 48,6 mln PLN netto, czyli 0,9% oczekiwanych przychodów Budimexu w 2012 roku. Oferty złożyło 17 firm.

Negatywna wizja rynku

Portfel zleceń Budimexu nieznacznie spadł w porównaniu do końca roku (8,5 mld PLN), nadal jednak oscyluje wokół 8 mld PLN. Prezes Budimexu przyznaje, że firma podpisuje mniej kontraktów. Prezes uważa, że rok 2012 będzie w branży fatalny. Należy liczyć się z dużo gorszymi wynikami, brak nowych kontraktów w budownictwie i kolejnictwie, w zarządach spółek również mogą następować duże zmiany. W perspektywie lat 2012-2013 nie należy się spodziewać poprawy rentowności. Może to nastąpić w 2014 roku, albo nawet później. Budimex nie jest zainteresowany aktywami PBG wystawionymi na sprzedaż. Potencjalnie interesujący dla Budimexu mógłby być tylko Energomontaż Południe.



Elektrobudowa (Trzymaj)

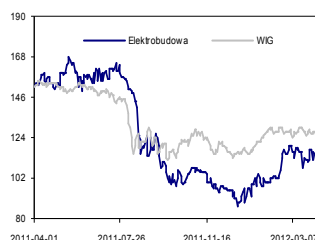
Cena bieżąca: 109,9 PLN

Cena docelowa: 112,4 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2012-03-05

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	786,7	945,2	20,1%	961,9	1,8%	1 087,8	13,1%	Liczba akcji (mln)	4,7
EBITDA	64,0	61,6	-3,7%	65,0	5,6%	76,2	17,2%	MC (cena bieżąca)	521,8
marża EBITDA	8,1%	6,5%		6,8%		7,0%		EV (cena bieżąca)	467,9
EBIT	53,1	49,3	-7,1%	53,4	8,5%	64,0	19,7%	Free float	42,4%
Zysk netto	45,1	37,9	-15,8%	45,7	20,6%	54,6	19,4%		
P/E	11,6	13,8		11,4		9,6		Zmiana ceny: 1m	-5,3%
P/CE	9,3	10,4		9,1		7,8		Zmiana ceny: 6m	4,7%
P/BV	1,6	1,6		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m	-28,2%
EV/EBITDA	7,4	7,9		7,2		6,0		Max (52 tyg.)	168,0
Dyid (%)	3,2	5,5		2,6		3,1		Min (52 tyg.)	87,0



Elektrobudowa opublikowała prognozę wyników na rok 2012, która jest niższa, niż nasze szacunki (odpowiednio 38,5 i 45,6 mln PLN zysku netto). Prognoza jest naszym zdaniem konserwatywna – w swej historii jedynie w 2011 roku Elektrobudowa była zmuszona obniżyć prognozę zysku netto. Sytuacja spółki jest stabilna, z uwagi na: a) niszowy charakter działalności; b) konserwatywny bilans; c) silną pozycję rynkową. Z drugiej strony, spółka wyceniana jest z dużą premią w porównaniu do innych spółek budowlanych, tak na poziomie P/E, jak i EV/EBITDA. Potencjał poprawy wyników do czasu rozpoczęcia realizacji w formie podwykonawstwa dużych bloków energetycznych w Polsce jest ograniczony. W segmencie rozdzielnic spółka posiada dominującą pozycję w rynku i trudno ją obecnie powiększyć. W dodatku, rynek nie rośnie. W ramach realizacji inwestycji PSE, konkurencja również jest zauważalna. Podtrzymujemy rekomendację neutralną.

Wyniki Q4 2011

Elektrobudowa w Q4 2011 wygenerowała 332,7 mln PLN przychodów, 27,8 mln PLN zysku brutto na sprzedaży (marża: 8,4%), 17,6 mln PLN EBIT, 14,5 mln PLN zysku netto. Gotówka netto na koniec 2011 roku była zgodna z naszymi oczekiwaniami (38,4 mln PLN, prognoza: 39,3 mln PLN). Operacyjne przepływy pieniężne w Q4 2011 wyniosły 20,3 mln PLN. W wynikach Q4 2011 pojawiły się pozytywne i negatywne zdarzenia jednorazowe. Ich saldo praktycznie się kompensuje, co oznacza, że zaprezentowany wynik netto w Q4 2011 (14,5 mln PLN zysku) można uważać za powtarzalny. Na poziomie marży brutto na sprzedaży, na wyniki pozytywnie wpłynęło rozwiązanie rezerwy związanej z realizacją prac na Stadionie Narodowym (4,5 mln PLN). Wynik powiększył rezultat Elektrobudowy w segmencie przemysłu (analiza wyników w segmentach poniżej). Z drugiej strony, spółkę obciążały pozostałe koszty operacyjne w kwocie 4,3 mln PLN. 2 mln PLN to rezerwa na spór sądowy ze związkami zawodowymi w Finlandii. Całkowita kwota roszczeń związków to 4,7 mln EUR, z czego spółka spodziewa się oddalić 90-95%. Ponad 2 mln PLN to wycena instrumentów pochodnych.

Prognoza na rok 2012

Zarząd prognozuje, że wyniki Grupy Elektrobudowa w 2012 roku wyniosą: 1009,6 mln PLN przychodów (DI BRE: 961,9 mln PLN), 38,5 mln PLN zysku netto (DI BRE: 45,6 mln PLN). Na poziomie jednostkowym Elektrobudowa ma wypracować 35,3 mln PLN zysku netto.

Propozycja dywidendy: 4 PLN/akcję

Zarząd Elektrobudowy podjął uchwałę ws. przeznaczenia na dywidendę kwoty 19 mln PLN (4 PLN/akcję, yield = 3,4%).

W negocjacji duże kontrakty zagraniczne

Elektrobudowa negocjuje obecnie kilka dużych kontraktów zagranicznych, o wartości kilkudziesięciu mln EUR każdy. Część z prac dotyczy robót przy budowie bloków energetycznych, w tym jądrowych. Portfel zleceń spółki liczy około 800 mln PLN.



Erbud (Kupuj)

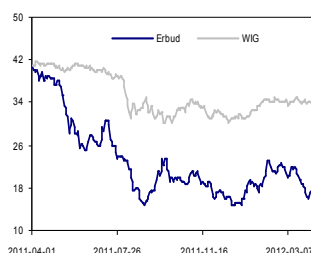
Cena bieżąca: 17,36 PLN

Cena docelowa: 24 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2012-01-26

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 103,9	1 497,5	35,7%	1 176,0	-21,5%	1 144,0	-2,7%	Liczba akcji (mln)	12,6
EBITDA	29,0	-4,7		45,5		46,7	2,6%	MC (cena bieżąca)	218,2
marża EBITDA	2,6%	-0,3%		3,9%		4,1%		EV (cena bieżąca)	222,3
EBIT	20,9	-12,6		38,7		38,2	-1,3%	Free float	19,5%
Zysk netto	12,1	-21,4		27,0		27,7	2,5%		
P/E	18,0			8,1		7,9		Zmiana ceny: 1m	-15,0%
P/CE	10,8			6,5		6,0		Zmiana ceny: 6m	-11,4%
P/BV	0,9	1,0		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	-56,2%
EV/EBITDA	4,1			4,9		4,3		Max (52 tyg.)	40,0
Dyid (%)	2,9	0,1		0,0		2,5		Min (52 tyg.)	14,7



Kluczowe pytanie brzmi „czy wyniki Erbudu w Q1 2012 będą pierwszą jaskółką oczekiwanej przez nas poprawy wyników w branży budowlanej?”. Poprawa ta związana będzie z zakończeniem realizacji kontraktów pozyskanych w 2009 roku i w I połowie roku 2010. Kontrakty te naznaczone były piętnem wzrostu kosztów budowy oraz nadmiernego optymizmu osób kalkulujących możliwe do realizacji prace dodatkowe / zamienniki do wykorzystania. Erbud poniósł w 2011 roku duże straty i wyciągnął z nich lekcję, objawiającą się w wzmocnieniu kontroli pozyskiwania kontraktów. Brak oczekiwanych wzrostów produkcji budowlano-montażowej skutkuje znacznym wyhamowaniem wzrostu cen dzierżawy maszyn, podwykonawstwa, płac. Tendencja ta pozwala mieć nadzieję, że Erbud w 2012 roku zrealizuje nasze szacunki, zakładające 27 mln PLN zysku netto (P/E = 8,1). Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wyniki 2012 roku

Prezes Grzeszczak przyznaje, że spółka na rok 2012 zgromadziła zlecenia warte około 1 mld PLN. Sprzedaż Erbudu w 2012 roku ma wynieść 1-1,2 mld PLN. Celem jest jak najwyższa rentowność, a nie utrzymywanie przychodów na podobnym poziomie r/r. Marża EBIT w 2012 roku ma wynieść 3% (EBIT: 30-36 mln PLN), choć nie będzie to łatwe zadanie. Zysk netto Erbudu ma wynieść 20-30 mln PLN. W 2012 roku Erbud, za pośrednictwem Budlexu, planuje sprzedaż 250 mieszkań (2011: 224).

Kontrakt za 336,7 mln PLN

Erbud podpisał umowę ze spółką Dakota z Grupy Capital Park, na budowę budynku biurowego w Warszawie. Wartość kontraktu to 80,9 mln EUR, czyli 336,7 mln PLN (28,6% prognozowanych przychodów na rok 2012). Warunkiem zawieszającym jest złożenie przez inwestora polecenia rozpoczęcia prac do 30 czerwca 2012. Realizacja prac potrwa do 45 miesięcy.



Mostostal Warszawa (Kupuj)

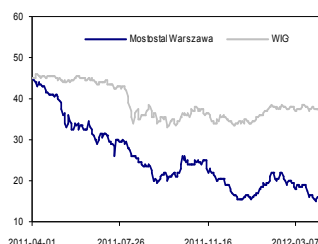
Cena bieżąca: 15,8 PLN

Cena docelowa: 27,2 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2012-01-26

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 570,4	3 396,3	32,1%	2 843,7	-16,3%	2 832,8	-0,4%	Liczba akcji (mIn)	20,0
EBITDA	119,7	-104,7		100,9		121,8	20,8%	MC (cena bieżąca)	316,0
marża EBITDA	4,7%	-3,1%		3,5%		4,3%		EV (cena bieżąca)	291,4
EBIT	84,3	-144,8		58,7		78,6	33,8%	Free float	23,8%
Zysk netto	62,5	-124,5		38,7		52,7	36,1%		
P/E	5,1			8,2		6,0		Zmiana ceny: 1m	-12,5%
P/CE	3,2			3,9		3,3		Zmiana ceny: 6m	-31,5%
P/BV	0,6	0,8		0,7		0,6		Zmiana ceny: 12m	-63,9%
EV/EBITDA	0,2			2,9		2,2		Max (52 tyg.)	44,0
Dyid (%)	11,3	3,9		0,0		3,7		Min (52 tyg.)	15,2



Rok 2012 to nowy Zarząd, nowe kontrakty, nowe nadzieje. Źródłem wysokich strat w 2011 roku były kontrakty drogowe. Kontrakty te obecnie są na ukończeniu i naszym zdaniem ryzyka z nimi związane zostały już ujęte w wynikach roku 2011. Od początku roku Mostostal pozyskał lub zbliżył się do pozyskania nowych, ciekawych zleceń. Można w tej grupie wymienić: umowę na budowę 2 bloków energetycznych w Opolu, wybory ofert na budowę spalarni odpadów w Bydgoszczy i Krakowie, wybór oferty na zaprojektowanie i budowę źródła ciepła w Ostrołęce. Podpisanie umów pozwoliłoby na wypełnienie portfela zamówień spółki na rok 2013 nawet w 80% i to z 9-miesięcznym wyprzedzeniem! Mostostal pozostaje naszym zdaniem, w relacji do skali realizowanych prac i specjalizacji, najciekawszą i najtańszą polską spółką budowlaną notowaną na GPW. Skala ryzyk związanych z zadłużeniem, jest nieporównywalnie niższa, niż w przypadku PBG i Polimexu. Naturalnie, może mieć miejsce scenariusz makro, w którym surowce nadal będą drożały, a wraz z tym marże Mostostalu pozostaną bardzo niskie lub ujemne. Jeśli jednak tak nie będzie i nasze prognozy się sprawdzą, kurs spółki może wzrosnąć o ponad 100%. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Większa strata w Q4 2011, na drodze do uzdrowienia

Mostostal Warszawa w Q4 2011 wygenerował 1029,6 mln PLN przychodów, 109,9 mln PLN straty brutto na sprzedaży, 127,9 mln PLN straty EBIT i 111,2 mln PLN zysku netto. Za stratę odpowiedzialne są kontrakty drogowe i związane z nimi zawiązane rezerwy (82,8 mln PLN w 2011 roku). W wynikach 2011 ujęte zostały roszczenia w kwocie 85 mln PLN (roszczenia obniżają skalę straty netto). Uważamy, że roszczenia te są uzasadnione i mają dużą szansę w ciągu 6-9 miesięcy zamienić się w gotówkę. Z niewielu pozytywnych aspektów wyników, możemy wymienić dodatni operacyjny cash flow (220 mln PLN) oraz pojawienie się gotówki netto (97,8 mln PLN). Pozostałe spółki z Grupy Mostostal Warszawa, nie notowane na GPW, zaprezentowały w Q4 2011 gorszy wynik, niż w 3Q 2011 (marża brutto Q4: 4,8%, 3Q: 8,5%). Z pozycji bilansowych, warto dodatkowo zwrócić uwagę na spadek rozliczeń międzyokresowych o 98,5 mln PLN q/q.

Roszczenia

Spółka tłumaczy, że roszczenia te są uzasadnione. Mostostal wymienia 3 typy roszczeń: wzrost zakresu realizacji prac w porównaniu do projektu, wzrost kosztów budowy, brak dostępności do placu budowy z uwagi na warunki pogodowe. Uważamy, że 1 i 3 wyjaśnienie może być akceptowane przez GDDKiA i prawdopodobnie tak też podeszła do księgowania roszczeń spółka. Całość roszczeń Mostostalu Warszawa na kontraktach drogowych to ponad 200 mln PLN.

Rezerwy na straty na kontraktach

W całym 2011 roku Mostostal zawiązał dodatkowe 82,8 mln PLN rezerw na straty na kontraktach, wykorzystał zaś 40,7 mln PLN. Saldo rezerw na koniec 2011 roku to 106,5 mln PLN. Jak podaje spółka w komentarzu do raportu rocznego, większość rezerw dotyczy strat na kontraktach drogowych. Chodzi o 3 duże kontrakty na ukończeniu – pozostałe przychody do rozpoznania z tych kontraktów szacujemy na około 550 mln PLN (rezerwy = 17,8% przychodów do rozpoznania). W ramach przypomnienia: Mostostal ma 3 duże kontrakty drogowe, z których jeden kończy się na wiosnę, drugi w połowie roku, trzeci zaś na jesieni.

Wybór oferty Mostostalu za 598,3 mln PLN

W przetargu na budowę spalarni odpadów w Krakowie, wybrana została oferta Mostostalu Warszawa. Wartość oferty to 598,3 mln PLN (21% przychodów prognozowanych na rok 2012). Koperty w przetargu otwarto już w Q1 2012. Konsorcjum PBG, CNIM, Control Process oferowało budowę spalarni za 574,5 mln PLN, konsorcjum Budimex, Keppels Seghers i Cespa

za 609,4 mln PLN, zaś Posco za 653,2 mln PLN. W ocenie ofert cena odpowiadała jedynie za 45% punktów (koszty eksploatacji i produkcja: 35%).

Wybór oferty za 528,3 mln PLN

Spółka Pro Natura, powołana m.in. do realizacji spalarni odpadów w Bydgoszczy, wybrała ofertę Mostostalu Warszawa jako najkorzystniejszą w przetargu na budowę spalarni. Wartość oferty to 528,3 mln PLN (18,6% oczekiwanych przychodów Mostostalu w 2012 roku). Oferty złożyły 3 inne konsorcja: a) PBG, CNIM i Rafako (647,3 mln PLN), b) Polimex, Fisia Babcock, Doraco (653,8 mln PLN, ważność oferty nie przedłużona), c) Astaldi i Termomeccanica Ecologia (477,2 mln PLN, oferta odrzucona przez KIO).

Wybór oferty za 196,6 mln PLN

Energa Elektrownie Ostrołęka wybrała ofertę Mostostalu Warszawa na zaprojektowanie i budowę źródła ciepła w elektrowni „B”. Wartość oferty Mostostalu to 196,6 mln PLN, czyli 7% oczekiwanych przychodów na rok 2012. Jediną konkurencyjną ofertę, wartą 208 mln PLN, złożył Polimex Mostostal. Obie oferty znacznie przekraczają kosztorys inwestora (jedynie 123,3 mln PLN).

Wybór oferty za 207,9 mln PLN

Oferta konsorcjum Unibepu, Mostostalu Warszawa i Acciony została wybrana w przetargu na dokończenie budowy stadionu w Białymstoku. Wartość oferty to 207,9 mln PLN (zakładając, że Mostostal i Unibep podzielą się przychodami po połowie, jest to odpowiednio 11,6% prognozowanych przychodów Unibepu na rok 2012 i 3,7% prognozowanych przychodów Mostostalu Warszawa). Nieznacznie tańsza (206,4 mln PLN) oferta Hydrobudowy Polska, PBG i OHL została odrzucona. Bardzo prawdopodobne, że konsorcjum Hydrobudowy, PBG i OHL złoży odwołanie.

Kontrakt w Oslo za 22,01 mln PLN

Spółka zależna Wrobis, w charakterze podwykonawcy, zawarła umowę z AF Bygg Oslo wstępną umowę na wykonanie stanu surowego budynku mieszkalno-biurowego w Oslo za 39,75 mln NOK (22,01 mln PLN, 0,8% oczekiwanych przychodów Mostostalu w 2012 roku). Termin realizacji prac to 15 lutego 2013.

Upadłość spółki Terramost

Sąd Rejonowy w Warszawie ogłosił upadłość likwidacyjną spółki Terramost.

Rezygnacja prezesa Popiołka

Prezes Mostostalu Warszawa, p. Popiołek, złożył rezygnację z pełnionego stanowiska.



PBG (Kupuj)

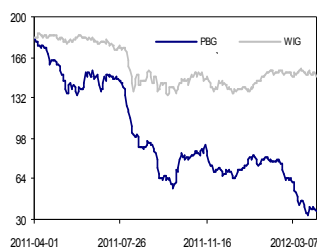
Cena bieżąca: 36,2 PLN

Cena docelowa: 67,4 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2012-03-12

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 740,3	3 733,8	36,3%	5 014,6	34,3%	4 300,3	-14,2%	Liczba akcji (mIn)	14,3
EBITDA	319,4	397,3	24,4%	289,6	-27,1%	366,1	26,4%	MC (cena bieżąca)	517,5
marża EBITDA	11,7%	10,6%		5,8%		8,5%		EV (cena bieżąca)	1 989,6
EBIT	272,7	336,2	23,3%	210,7	-37,3%	286,8	36,1%	Free float	41,0%
Zysk netto	224,3	206,5	-8,0%	88,9	-56,9%	138,4	55,6%		
P/E	2,3	2,5		5,8		5,2		Zmiana ceny: 1m	-40,7%
P/CE	1,9	1,9		3,1		3,3		Zmiana ceny: 6m	-54,6%
P/BV	0,3	0,3		0,3		0,3		Zmiana ceny: 12m	-79,3%
EV/EBITDA	4,2	6,5		6,9		5,6		Max (52 tyg.)	176,0
Dyid (%)	3,9	3,9		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	34,1



NWZA zaakceptowało projekt emisji obligacji zamiennych na akcje. Zrezygnowano z projektu emisji akcji. Emisja obligacji, na kwotę maksymalnie 1,2 mld PLN, zostanie podzielona na 12 transz. Uważamy, że podział emisji na transze daje PBG większe możliwości dostosowania emisji obligacji do faktycznych potrzeb płynnościowych. Emisja obligacji najwcześniej będzie mieć miejsce w czerwcu, co związane jest z koniecznością przygotowania prospektu emisyjnego. Cena konwersji, jak i data zapadalności papierów będzie wyznaczona przed emisją przez Zarząd i podlegać będzie ocenie Rady Nadzorczej. Do 5-osobowej Rady Nadzorczej dołączyło 2 nowych Członków, reprezentujących największych akcjonariuszy instytucjonalnych. Uważamy, że najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest to, że emisje obligacji będą dokonywane, jeśli zajdzie ku temu faktyczna potrzeba. Widzimy trzy główne „wydarzenia”, wymagające pozyskania kapitału: uregulowanie opóźnień płatności podwykonawcom na Stadionie Narodowym (100 mln PLN), uregulowanie opóźnionych płatności na A1 (50-100 mln PLN), przedłużenie obligacji wartych 375 mln PLN (zapadalność: wrzesień 2012). Jeśli potrzeby te uda się pokryć w inny sposób, przed zaplanowaną emisją obligacji zamiennych (czerwiec), do emisji może nie dojść. Widzimy kilka innych ścieżek pozyskania finansowania: porozumienie z NCS ws. płatności na Stadionie Narodowym, otrzymanie finansowania celowego na realizację prac na A1 od banków, pozyskanie gotówki ze sprzedaży nieruchomości (Skalar Office, Galeria Kujawska, PBG Erigo; około 310 mln PLN). Cel pozyskania inwestora strategicznego, który zrefinansowałby przeważającą większość zadłużenia PBG jest aktualny. Realnie potrwa to jednak około pół roku (negocjacje, due diligence,...). Oznacza to, że wejście inwestora strategicznego do PBG jest możliwe po wakacjach. Podtrzymujemy pozytywną rekomendację.

NWZA zaakceptowało projekt emisji obligacji zamiennych na akcje

Zrezygnowano z projektu emisji akcji. Emisja obligacji, na kwotę maksymalnie 1,2 mld PLN, zostanie podzielona na 12 transz. Uważamy, że podział emisji na transze daje PBG większe możliwości dostosowania emisji obligacji do faktycznych potrzeb płynnościowych. Emisja obligacji najwcześniej będzie mieć miejsce w czerwcu, co związane jest z koniecznością przygotowania prospektu emisyjnego. Cena konwersji, jak i data zapadalności papierów będzie wyznaczona przed emisją przez Zarząd i podlegać będzie ocenie Rady Nadzorczej. Do 5-osobowej Rady Nadzorczej dołączyło 2 nowych Członków, reprezentujących największych akcjonariuszy instytucjonalnych.

Zarząd o możliwym inwestorze branżowym

Do spółki wpłynęło kilka zapytań z kraju i ze świata, szczególnie po ogłoszeniu projektów NWZA. Odbývają się pierwsze spotkania z funduszami private equity i inwestorami branżowymi. Obecnie PBG nie ma deklaracji ze strony inwestora branżowego, ani wiążących ustaleń. Rozmowy są prowadzone. Prezes Wiśniewski jest zwolennikiem strategii pozyskania inwestora branżowego i dlatego liczy się z możliwością oddania kontroli nad spółką. Nastąpić to ma w wyniku podwyższenia kapitału. Jeśli chodzi o Hydrobudowę, to PBG nie otrzymało konkretnych ofert. W wypadku, gdyby miało dojść do podwyższenia kapitału z prawem poboru, prezes Wiśniewski deklaruje gotowość do wzięcia w niej udziału w istotnej wysokości, nie przekraczającej jednak jego udziału w spółce.

Zarząd rozważa sprzedaż spółek zależnych?

W prasie pojawiła się wypowiedź prezesa PBG, zgodnie z którą spółka prowadzi zaawansowane rozmowy na temat sprzedaży Hydrobudowy, Aprivii i PBG Dom. Do końca 2012 roku PBG planuje wyjść z segmentu drogowego. Negocjacje z potencjalnym inwestorem branżowym są również zaawansowane. PBG rozmawia także z bankami nt. finansowania mostowego dla kontraktów autostradowych.

Umowa przedwstępna sprzedaży nieruchomości za 122 mln PLN

Podpisana została umowa przedwstępna na sprzedaż projektu deweloperskiego Galeria Kujawska. Finalizacja umowy spodziewana jest w sierpniu 2012, gdy inwestycja otrzyma pozwolenie na budowę. Wartość umowy to 122 mln PLN, z czego zaliczkę w kwocie 20 mln PLN PBG już otrzymało. W przypadku nie dojdęcia umowy do skutku, PBG zatrzymuje zaliczkę. Wartość księgowa Galerii Kujawskiej to około 45 mln PLN. Uzyskaliśmy wyjaśnienie, że prace budowlane, które wykona Hydrobudowa, są ujęte w cenie sprzedaży Galerii Kujawskiej (122 mln PLN). Chodzi o prace żelbetowe związane z budową obiektu. PBG prowadzi także zaawansowane negocjacje w sprawie sprzedaży biurowca Skalar Office w Poznaniu. Wartość księgowa budynku to 115 mln PLN.

Plan redukcji kosztów operacyjnych o 10%

Grupa PBG będzie dążyć do redukcji kosztów operacyjnych o 10%. W tym celu Grupa planuje nawiązać współpracę z firmą doradztwa strategicznego. Działania mają być wdrożone w obszarze HR, floty samochodowej, parku maszyn, powierzchni biurowej, outsourcingu. Wdrożenie programów oszczędnościowych ma rozpocząć się od kwietnia. Grupa przeprowadziła inwentaryzację nieruchomości do zbycia, mogących jednocześnie stanowić zabezpieczenie kredytów.



Polimex Mostostal (Akumuluj)

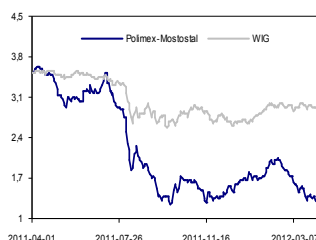
Cena bieżąca: 1,27 PLN

Cena docelowa: 2,01 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2012-03-05

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	4 160,9	4 826,8	16,0%	5 185,2	7,4%	4 714,5	-9,1%	Liczba akcji (mln)	508,0
EBITDA	300,4	229,4	-23,6%	285,5	24,5%	286,3	0,3%	MC (cena bieżąca)	645,2
marża EBITDA	7,2%	4,8%		5,5%		6,1%		EV (cena bieżąca)	1 421,9
EBIT	212,7	136,3	-35,9%	188,4	38,2%	188,3	-0,1%	Free float	75,1%
Zysk netto	109,7	100,4	-8,5%	100,5	0,2%	107,0	6,4%		
P/E	5,4	5,9		6,4		6,0		Zmiana ceny: 1m	-21,6%
P/CE	3,0	3,0		3,3		3,1		Zmiana ceny: 6m	-17,5%
P/BV		0,4		0,4		0,4		Zmiana ceny: 12m	-64,6%
EV/EBITDA	3,6	5,3		5,0		4,5		Max (52 tyg.)	3,6
Dyid (%)	3,1	3,1		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	1,2



Kurs Polimexu w Q4 2011 doświadczył znacznych spadków, co związane było z ogłoszeniem planów emisji obligacji zamiennych na akcje przez PBG oraz ze słabymi wynikami Polimexu w Q4 2011. Szacujemy, że skorygowany o zdarzenia jednorazowe wynik netto spółki w 2011 roku wyniósł jedynie około 40 mln PLN. Rok 2012 zapowiada się podobnie – w wypracowaniu blisko 100 mln PLN zysku netto mogą pomóc zdarzenia jednorazowe. O ile perspektywy najbliższego roku nie są rewelacyjne, poprawa powinna nadejść wraz z rozpoczęciem realizacji dużych kontraktów na budowę bloków energetycznych w Polsce. Z tą myślą Polimex zgromadził swój potencjał, w tym ponad 5 tys. osób zatrudnionych w segmencie energetyki i ponad 3 tys. osób w segmencie produkcji. Realizacja dużych bloków energetycznych może pozwolić na wygenerowanie marż wyższych, niż przeciętna w sektorze (duża wartość dodana). Zdyskontowanie scenariusza wzrostu zysku netto docelowo do poziomu 150 mln PLN pozwalałoby na przekraczający 50% wzrost kursu. Po drodze zauważamy kilka ryzyk, ich skala jest jednak mniejsza, niż w przypadku PBG. Obligacje zapadające w lipcu (100 mln PLN) Polimex może spłacić ze środków własnych lub sprzedaż nieruchomości (grunty). Większym wyzwaniem mogą być dopiero obligacje zapadające w październiku (194,5 mln PLN). Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Wyniki Q4 2011: znacznie słabsze operacyjnie, dobry cash flow

Polimex Mostostal w Q4 2011 wygenerował 1,36 mld PLN przychodów, 108,3 mln PLN zysku brutto na sprzedaży (marża: 8%), 55,6 mln PLN EBIT i 59,6 mln PLN zysku netto. Po skorygowaniu wyników o zdarzenia jednorazowe (27,9 mln PLN – rozwiązanie rezerwy na nagrody jubileuszowe, 28,9 mln PLN – ujemny zaksięgowany podatek), wynik netto za Q4 2011 były zbliżony do 3 mln PLN. Przyczyną słabych wyników obarczylibyśmy segment dróg i kolei oraz budownictwa, które zapewniły w Q4 2011 55% przychodów Grupy. Polimex wygenerował w całym 2011 roku dodatni operacyjny cash flow w kwocie 61,6 mln PLN, w tym 458,3 mln PLN w samym Q4 2011. Dług netto spadł na koniec Q4 2011 z 1024 mln PLN w Q3 do 624,0 mln PLN w Q4. Spadek długu netto jest większy, niż szacowaliśmy i oczekiwał konsensus.

Roszczenia rozpoznane w wynikach 2011 roku

Jeśli chodzi o roszczenia, rozpoznane w wyniku netto w kwocie 21 mln PLN, zarząd przyznaje, że rzeczowy zakres prac, którego roszczenia dotyczą, został już uznany przez GDDKiA. Negocjacje dotyczą jedynie cen za wykonane prace. Prace zostały wykonane, z uwagi na zmiany projektowe dokonane przez GDDKiA. Poza tym, w toku realizacji kontraktu, z innych tytułów, doszło do powiększenia jego wartości o 11%.

Portfel zleceń Polimexu

Portfel zleceń na rok 2012 ma wartość 4,2 mld PLN (plus potencjalne kontrakty za 0,1 mld PLN). Na rok 2013 Polimex ma kontrakty warte 2,8 mld PLN (blisko 60% wypełnienia backlogu), co oceniamy pozytywnie.

Wyniki i zadłużenie w 2012 roku

Prezes Polimexu w 2012 roku oczekuje wzrostu przychodów i zysków o 10% r/r. Jeśli rentowność wzrośnie, to nieznacznie, do 2,3-2,5% rentowności netto. Prezes chce, aby wskaźnik dług netto / EBITDA Polimexu nie przekroczył po I półroczu 2012 roku 3,5. Na koniec 2011 roku wskaźnik dług netto / EBITDA spadł poniżej 3. Firma jest w trakcie zbierania ofert na aktywa deweloperskie, które chce zbyć. W planach Polimexu jest jeszcze jedna dezinvestycja. Sprawa dywidendy nie była jeszcze przedmiotem rozmów, prezes przyznaje jednak, że priorytetem jest oddłużenie Grupy Polimex.

Kontrakt za 39,8 mln PLN

Polimex Mostostal podpisał umowę na dostawę i montaż konstrukcji stalowych oraz obudowy ścian i dachów nowego bloku energetycznego w elektrowni CHP Brista w Szwecji. Wartość umowy to 39,8 mln PLN (0,8% prognozowanych przychodów Polimexu na 2012 roku).

Wybór oferty Abner Energia, Polimex nie wyklucza odwołania

Po odrzuceniu oferty Iberdroli przez KIO, Tauron i PGNiG wybrał ofertę Abner Energia jako najkorzystniejszą w przetargu na budowę bloku parowo-gazowego w Stalowej Woli. Wartość oferty to 1,58 mld PLN netto. Oferta otrzymała 94,1 pkt. Tańsza oferta konsorcjum Polimex i Hitachi (1,5 mld PLN) otrzymała 88,1 pkt, a oferta PBG i Alstomu 77,9 pkt. (2,1 mld PLN). Polimex analizuje dokumentację Abner Energia i nie wyklucza złożenia kolejnego odwołania do KIO.

Roszczenia Polimexu na A4

Zgodnie z informacjami *Gazety Prawnej*, wykonawcy odcinka A4 Szarów – Brzesko (Polimex, Doprastav, Metrostav) złożyli do GDDKiA roszczenia na kwotę 100 mln PLN. Wykonawcy chcą także wydłużenia czasu realizacji prac o 341 dni. Powodem roszczeń jest uplastycznienie się gruntu po powodzi w 2010 roku i związana z tym konieczność wzmocnienia autostrady. GDDKiA przychyliła się do wniosku, ale kwestionuje wycenę robót dodatkowych.

Plany IPO Torpolu

Polimex przygotowuje spółkę zależną Torpol do debiutu i chce, aby była ona gotowa do IPO w połowie 2012 roku. Przy niesprzyjającej koniunkturze rynkowej, oferta będzie obejmować jedynie sprzedaż części akcji należących do Polimexu. Przy sprzyjającej koniunkturze, może mieć miejsce także emisja nowych akcji. W połowie 2012 roku ma być gotowy prospekt emisyjny spółki. W 2011 roku Torpol miał 431 mln PLN przychodów i 18 mln PLN zysku netto. Polimex planuje także sprzedaż Sefako inwestorowi branżowemu i sprzedaż aktywów nieruchomościowych (na sprzedaż wystawione nieruchomości za 151 mln PLN).



Rafako (Trzymaj)

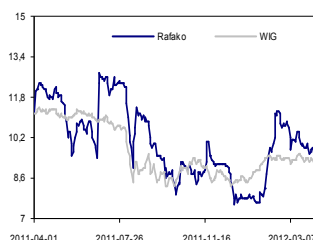
Cena bieżąca: 9,45 PLN

Cena docelowa: 11 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2012-03-05

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 188,1	1 093,4	-8,0%	1 655,8	51,4%	2 078,9	25,6%	Liczba akcji (mIn)	69,6
EBITDA	72,1	76,7	6,4%	106,4	38,8%	123,4	16,0%	MC (cena bieżąca)	657,7
marża EBITDA	6,1%	7,0%		6,4%		5,9%		EV (cena bieżąca)	656,9
EBIT	60,2	64,0	6,4%	89,1	39,2%	105,4	18,3%	Free float	21,5%
Zysk netto	43,6	58,1	33,2%	65,1	12,1%	76,5	17,5%		
P/E	15,1	11,3		10,1		8,6		Zmiana ceny: 1m	-3,1%
P/CE	11,8	9,3		8,0		7,0		Zmiana ceny: 6m	12,5%
P/BV	1,6	1,6		1,4		1,2		Zmiana ceny: 12m	-22,0%
EV/EBITDA	6,4	8,0		6,2		4,7		Max (52 tyg.)	12,7
Dyld (%)	3,2	6,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	7,6



Rafako to najzdrowsza część Grupy PBG. Spółka, z wyjątkiem zależnego Energomontażu Południe, nie gwarantuje solidarnie zadłużenia PBG. Rafako prowadzi konserwatywną politykę księgową i stara się o największe kontrakty energetyczne w kraju. Nie ma już przeszkód do realizacji kontraktu na budowę 2 bloków energetycznych w Opolu. W Q2 2012 gotówka netto Rafako wzrośnie o 125 mln PLN, z uwagi na zamianę pokrytych gotówką gwarancji zwrotu zaliczki na gwarancje bankowe (rodzaj „ubezpieczenia”). Na koniec Q1 2012 gotówka netto spółki powinna utrzymać się na porównywalnym poziomie q/q. Dlatego więc podtrzymujemy rekomendację neutralną? Gdyż uważamy, że ciekawszą ekspozycją na inwestycje energetyczne są Mostostal Warszawa i PBG. Potencjał wzrostu kursu o blisko 16%, wynikający z naszej ceny docelowej, nie jest atrakcyjny, zważywszy na poziom wycen konkurencyjnych spółek i ich potencjał wzrostu notowań (Mostostal Warszawa: ponad 100%). Poza tym, jeśli rynek dyskontuje ryzyko upadłości PBG, to w przypadku Rafako ryzyko to objawia się w przypadku Energomontażu, który gwarantuje zadłużenie Grupy PBG o wartości ponad 900 mln PLN. Za pakiet akcji Energomontażu Rafako zapłaciło 160 mln PLN.

Kontrakt za 10,15 mln EUR

Rafako podpisało umowę z JPE Elektroprivreda Bosne i Hercegovine na wymianę elektrofiltra oraz modernizację systemu transportu popiołu i żużlu bloku w Elektrociepłowni Tuzja. Wartość kontraktu to 10,15 mln EUR, czyli 46 mln PLN (2,5% prognozowanych przychodów Rafako na rok 2012).

Kontrakt za 10,28 mln EUR

Rafako podpisało umowę z Constructions Industrielles de la Mediterranee na dostawę części ciśnieniowych dla dwóch kotłów do spalarni odpadów komunalnych Oxfordshire w Wielkiej Brytanii. Wartość umowy to 10,28 mln EUR, czyli około 2,5% oczekiwanych przychodów Rafako w 2012 roku.



Ulma Construcccion Polska (Trzymaj)

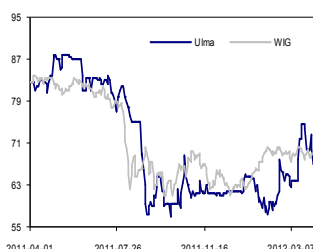
Cena bieżąca: 67,5 PLN

Cena docelowa: 69,3 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2012-04-05

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	215,4	294,5	36,7%	265,1	-10,0%	245,0	-7,6%	Liczba akcji (mIn)	5,3
EBITDA	104,2	155,6	49,3%	116,2	-25,3%	94,4	-18,8%	MC (cena bieżąca)	354,8
marża EBITDA	48,4%	52,8%		43,8%		38,5%		EV (cena bieżąca)	426,0
EBIT	27,3	72,5	165,3%	43,6	-39,9%	23,0	-47,3%	Free float	15,2%
Zysk netto	10,2	49,3	382,3%	28,7	-41,8%	14,4	-49,9%		
P/E	34,7	7,2		12,3		24,6		Zmiana ceny: 1m	7,7%
P/CE	4,1	2,7		3,5		4,1		Zmiana ceny: 6m	13,4%
P/BV	1,3	1,2		1,1		1,1		Zmiana ceny: 12m	-18,2%
EV/EBITDA	5,4	3,1		3,7		4,1		Max (52 tyg.)	88,0
Dyid (%)	0,0	0,0		3,9		2,4		Min (52 tyg.)	57,0



Ulma w Q4 2011 przekroczyła nasze prognozy i wypracowała najwyższy w historii poziom EBITDA (155,6 mln PLN). Zysk netto był jedynie o 1,5 mln PLN niższy, niż w rekordowym 2007 roku. Niestety, wyniki w kolejnych latach będą słabsze. W 2012 roku wynik netto będzie niższy, niż 30 mln PLN. W 2013 roku zysk netto może być jednocyfrowy. Spadek zysku netto wynika z tego, że maleje popyt na szalunki infrastrukturalne, dostarczane przez Ulmę na duże budowy infrastrukturalne. Spadek popytu to spadek rotacji majątku, ale i pojawiająca się presja na redukcję ceny dzierżawy sprzętu. Podobną presję obecnie dostrzega na rynku Herkules. Ulma ma nadzieję skompensować spadek popytu z tytułu budów drogowych kontraktami na dostawę szalunków na budowy kolejowe i energetyczne. Budowy kolejowe to jednak mniejszy rynek, a dostawy na budowy energetyczne rozpoczną się dopiero w H2 2013. Wskaźnik EV/EBITDA na rok 2013 = 4,1. Działalność spółki polega jednak na dzierżawie majątku, który można wykorzystywać przez 8-12 lat, w dodatku ponosząc systematyczne nakłady na jego renowację. W efekcie, może wskaźnik EV/EBITDA Ulmy należałoby porównać do wskaźnika EV/EBITDA telekomów, a nie innych spółek budowlanych? Obniżamy rekomendację z akumuluj do trzymaj.

Wyniki Q4 2011 nieznacznie lepsze od prognoz

Ulma w Q4 2011 wygenerowała 85,8 mln PLN przychodów, 45,7 mln PLN EBITDA, 23,7 mln PLN EBIT i 16,4 mln PLN zysku netto. Koszty własne sprzedaży były bardzo zbliżone do prognoz (53,9 mln PLN, prognoza: 54 mln PLN), koszty ogólne zaś o 1,8 mln PLN wyższe (8,1 mln PLN, prognoza: 6,3 mln PLN). Operacyjne przepływy wyniosły 38,9 mln PLN, a dług netto spadł z 145,5 mln PLN w Q3 do 124,7 mln PLN w Q4 2012 (zgodne z oczekiwaniami).

Wyniki w 2012 roku będą niższe

Prezes Ulmy ocenia, że wyniki 2011 roku będą trudne do powtórzenia w roku 2012. W Polsce trudno o porównywalne przychody. Dynamika przychodów w Kazachstanie może wynieść 300-400%. Dynamikę przychodów na Ukrainie trudno oszacować. Niższe przychody z dostaw szalunków infrastrukturalnych w Polsce ma łagodzić budowa obiektów infrastrukturalnych w ramach modernizacji linii kolejowych (rynek mniejszy, mniejsze prace, ale jednocześnie bardziej skomplikowane). Ulma liczy też na rynek inwestycji przemysłowych i energetycznych.



Unibep (Kupuj)

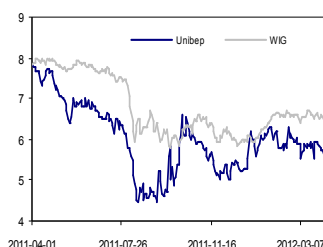
Cena bieżąca: 5,6 PLN

Cena docelowa: 7 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2012-01-23

(mln PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	657,9	939,4	42,8%	894,1	-4,8%	889,5	-0,5%	Liczba akcji (mln)	33,9
EBITDA	35,7	39,0	9,3%	44,1	13,0%	42,4	-3,9%	MC (cena bieżąca)	190,0
marża EBITDA	5,4%	4,2%		4,9%		4,8%		EV (cena bieżąca)	283,4
EBIT	29,8	33,8	13,5%	37,7	11,5%	36,0	-4,5%	Free float	27,6%
Zysk netto	22,7	21,1	-6,9%	26,9	27,5%	27,5	2,1%		
P/E	8,4	9,0		7,1		6,9		Zmiana ceny: 1m	-4,9%
P/CE	6,6	7,2		5,7		5,6		Zmiana ceny: 6m	-9,5%
P/BV	1,4	1,2		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	-26,8%
EV/EBITDA	5,6	5,9		6,4		3,7		Max (52 tyg.)	7,8
Dywid (%)	1,8	2,1		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	4,5



Od początku 2012 roku kurs Unibepu istotnie nie wzrósł, choć na tle sektora spółka radzi sobie bardzo dobrze. Za cały 2011 roku Unibep zaprezentował dodatnie przepływy operacyjne i nie były one wypracowane w wyniku spływu do spółki zaliczek od inwestorów w Q4 2011. Kontrakty budowlane Unibepu są rentowne. Firma specjalizuje się w budownictwie mieszkaniowym – kontrakty są relatywnie proste, powtarzalne i mogą być „przedłużone” (realizacja kolejnego etapu tego samego osiedla). Unibep podpisał też kilka wyróżniających się zleceń, w tym: a) kontrakty w Rosji realizowane na stałej marży; b) kontrakt w Białorusi, którego rentowność wzrosła w wyniku dewaluacji BYR; c) kontrakty mieszkaniowe realizowane dla spółdzielni mieszkaniowych (znacznie wyższa cena budowy 1 m², niż w kontraktach realizowanych dla deweloperów). Praktycznie całość zadłużenia netto Unibepu związana jest z realizowaną działalnością deweloperską. Działalność ta jest bardzo efektywna (brak ciężaru zbędnych, „nie pracujących” gruntów). Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wyniki Q4 2011 zbliżone do oczekiwań, lepsza jakość wyniku

Unibep w Q4 2011 wygenerował 300 mln PLN przychodów, 26,2 mln PLN zysku brutto na sprzedaży (marża: 8,7%), 15,2 mln PLN EBIT i 11 mln PLN zysku netto. Koszty ogólne były niższe od naszych prognoz (6,7 mln PLN, prognozy: 7,4 mln PLN). EBIT zaniżyły pozostałe koszty operacyjne netto (4,4 mln PLN), efekt ten częściowo został zrównoważony pozostałymi przychodami finansowymi netto (1,7 mln PLN). Efektywna stopa podatkowa wyniosła aż 35%. Bez powyższych zdarzeń jednorazowych, zysk netto Unibepu mógłby przekroczyć nawet 14 mln PLN. Dług netto Unibepu w Q4 2011 spadł z 51,9 mln PLN do 40,3 mln PLN. Na koniec Q4 2011 spółka miała 28 mln PLN niewykorzystanych linii kredytowych

Prezes Unibepu o oczekiwaniach na rok 2012

Prezes Unibepu w liście do akcjonariuszy (sprawozdanie RS 2011) przyznaje, że oczekuje stopniowej poprawy marż od Q2 2012. Związane jest to ze znikomym udziałem kontraktów publicznych, w tym drogowych, w portfelu zleceń. Prezes nie ma wątpliwości, że spółce uda się w 2012 roku przekroczyć 1 mld PLN przychodów. Dynamika zysków ma przekroczyć dynamikę przychodów. Głównym celem spółki jest przygotowanie się na lata spowolnienia w sektorze (rok 2013 i 2014).

Wybór oferty za 207,9 mln PLN

Oferta konsorcjum Unibepu, Mostostalu Warszawa i Acciony została wybrana w przetargu na dokończenie budowy stadionu w Białymstoku. Wartość oferty to 207,9 mln PLN (zakładając, że Mostostal i Unibep podzielą się przychodami po połowie, jest to odpowiednio 11,6% prognozowanych przychodów Unibepu na rok 2012 i 3,7% prognozowanych przychodów Mostostalu Warszawa). Nieznacznie tańsza (206,4 mln PLN) oferta Hydrobudowy Polska, PBG i OHL została odrzucona. Bardzo prawdopodobne, że konsorcjum Hydrobudowy, PBG i OHL złoży odwołanie.

Rozważany zakup firmy w Norwegii

Prezes Unibepu przyznaje, że inwestorzy w Norwegii są z Unibepu zadowoleni, trudno się jednak współpracuje z tamtejszymi urzędnikami, podwykonawcami i dostawcami. Dlatego Unibep rozważa zaangażowanie kapitałowe w podwykonawczą firmę w Norwegii. Koszt akwizycji firmy może wynieść kilka mln PLN.

Kontrakty wschodnie są bezpieczne

Problemy gospodarcze Białorusi sprawiają, że o kolejne zlecenie w tym kraju będzie trudno, ale w przypadku kontraktu w Mińsku spółka zarabia na różnicach kursowych (kontrakt denominowany w EUR). Spora część kontraktów rosyjskich z kolei jest realizowanych w formule koszty plus wynagrodzenie.

**Plany emisji obligacji: 2 transze do 50 mln PLN**

Unibep uruchamia emisję do 50 tys. obligacji na kwotę do 50 mln PLN. Decyzja w tej sprawie będzie podjęta w tym roku. Prawdopodobnie, emisja odbędzie się w 2 transzach. Emisja związana jest z finansowaniem działalności deweloperskiej oraz rozważaną akwizycją podmiotu podwykonawczego w Norwegii.



ZUE (Kupuj)

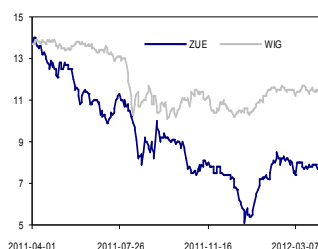
Cena bieżąca: 7,65 PLN

Cena docelowa: 9,2 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2012-01-26

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	392,4	583,0	48,6%	594,7	2,0%	594,7	0,0%	Liczba akcji (mIn)	22,0
EBITDA	32,4	36,1	11,4%	36,7	1,9%	36,3	-1,3%	MC (cena bieżąca)	168,3
marża EBITDA	8,2%	6,2%		6,2%		6,1%		EV (cena bieżąca)	157,0
EBIT	25,6	28,2	10,1%	27,2	-3,6%	26,6	-2,2%	Free float	22,2%
Zysk netto	16,8	21,2	26,2%	19,9	-6,3%	20,2	1,8%		
P/E	7,3	7,9		8,5		8,3		Zmiana ceny: 1m	3,4%
P/CE	5,2	5,8		5,7		5,6		Zmiana ceny: 6m	-13,2%
P/BV	0,7	1,0		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	-44,5%
EV/EBITDA	4,4	5,7		4,3		3,8		Max (52 tyg.)	13,8
Dyid (%)	0,9	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	5,1



Portfel zleceń ZUE na rok 2012 ma wartość około 500 mln PLN, na rok 2013 zaś blisko 400 mln PLN. Sądzymy, że wielkości te dają szansę na wzrost przychodów w roku 2012 i utrzymanie przychodów w roku 2013. Trudno obecnie spekulować, jaki będzie rok 2014, gdyż nadal czekamy na rozstrzygnięcia dotyczące nowych funduszy UE na lata 2014-2020 (rozstrzygnięcie: przełom 2012 i 2013 roku). Już teraz jednak zauważalny jest wzrost konkurencji na przetargach kolejowych, głównie ze strony firm nie posiadających większego doświadczenia w realizacji tego typu prac w Polsce. Istnieje obawa, że marże na kolei w dłuższej perspektywie czasu spadną do średniej dla sektora, zaś pozyskanie kontraktu będzie trudniejsze. W segmencie miejskim sytuacja przedstawia się dla ZUE bardziej komfortowo – ograniczeniem wzrostu konkurencji jest bardziej skomplikowana natura prac. Na poziomie P/E spółka jest tania, problemem jest jednak brak oczekiwanej dużej progresji wyników. Warto jednak zwrócić uwagę, że ZUE aż blisko 100 mln PLN angażuje w finansowanie kapitału obrotowego – naszym zdaniem można liczyć na spadek zadłużenia i poprawę wskaźnika EV/EBITDA w latach przyszłych. Szansą pozostają też plany rozwoju w ramach budowy sieci energetycznych. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wyniki Q4 2011 solidne jakościowo

ZUE w Q4 2011 wygenerowało 135,6 mln PLN przychodów, 18,5 mln PLN zysku brutto (marża: 13,6%), 14,1 mln PLN EBIT i 10,2 mln PLN zysku netto. Zwracamy uwagę na: a) niższe o 29,8% od prognoz przychody; b) znacznie wyższą marżę brutto na sprzedaży (13,6%, prognoza: 9,5%); c) wyższe koszty zarządu (5,8 mln PLN, prognoza: 4,5 mln PLN); d) dodatnie saldo pozostałej działalności operacyjnej (1,5 mln PLN, prognoza: -0,3 mln PLN); dodatnie przepływy operacyjne (17,8 mln PLN, oczekiwaliśmy ujemnych przepływów operacyjnych).

Komentarz do wyników 2011 i 2012 roku

Wiceprezes zarządu PRK Kraków oczekuje, że wyniki Grupy w 2012 roku będą nie gorsze, niż w roku 2011. Niższe przychody w 2011 roku w stosunku do prognoz były spowodowane zmianami w harmonogramie realizacji jednego z kontraktów. Portfel zleceń ZUE ma wartość 1 mld PLN, z czego ponad 500 mln PLN przypada na rok 2012.

Plany ekspansji zagranicznej

Grupa ZUE planuje wejście na nowe rynki, w tym zagraniczne. Spółkę interesuje segment sieci energetycznych i dróg. ZUE nie przejmie firmy drogowej. Spółka próbowała przejąć podmiot z dziedziny energetyki, ale starania te nie zakończyły się pomyślnie. ZUE nadal zainteresowane jest przejęciami, ale „nic na siłę”. Niedawno ZUE przejęło Biuro Projektów Komunikacyjnych z Poznania. Za pakiet 60% akcji firmy ZUE zapłaciło 1,2 mln PLN. Firma w 2011 roku zrealizowała 11 mln PLN przychodów i wynik netto zbliżony do zera.

Deweloperzy

Deweloperzy komercyjni

Warszawa w czołówce rynków nieruchomości komercyjnych w Europie

Według raportu CBRE, Warszawa jest drugim miastem w Europie pod względem atrakcyjności rynku nieruchomości komercyjnych z punktu widzenia inwestorów. Wśród 344 ankietowanych firm, 12% wskazało Warszawę, jako rynek, na którym warto inwestować w nieruchomości komercyjne. Na pierwszym miejscu uplasował się Londyn z 37% głosów. Kolejne miejsca po Warszawie zajęły: Paryż (9%), Monachium (8%), Berlin (7%), Dublin (4%) oraz Hamburg (3%). Tak wysoka ocena stolicy Polski świadczy o wierze we wzrost stawek czynszów lub/i spadek stóp kapitalizacji nieruchomości komercyjnych. W zeszłym roku zdecydowana większość dużych transakcji na rynku nieruchomości w Polsce miało miejsce w Warszawie. Utrzymywanie się dobrego klimatu inwestycyjnego jest szczególnie korzystne z punktu widzenia takich spółek jak: GTC, Echo Investment oraz BBI Development, które realizują, bądź w najbliższym czasie zamierzają realizować, inwestycje w Warszawie.

Fundusze IVG chcą więcej inwestować w Polsce

Przez dwa lata fundusz IVG Warschau Fonds zamierza wydać nawet 200 mln EUR na nieruchomości w Polsce. Od inauguracji w zeszłym roku, fundusz kupił w Warszawie trzy biurowce o łącznej powierzchni 14,5 tys. m² i wartości 55 mln EUR. W tym roku powinno być sfinalizowanych kilka kolejnych transakcji. IVG jest gotowe zainwestować również w segment handlowy (także w miastach regionalnych). W tym celu tworzony jest kolejny fundusz, z którego większość pieniędzy trafiłaby prawdopodobnie do Polski. Rozwój funduszu inwestującego w regionalne centra handlowe to dobra informacja dla Rank Progress, P.A. Novej oraz Echo Investment, które dysponują tego typu nieruchomościami. W zeszłym roku bardzo aktywnymi graczami na rynku nieruchomości handlowych w mniejszych miastach były fundusze Blackstone.

Deweloperzy mieszkaniowi

REAS: wstępne wyniki monitoringu rynku deweloperskiego po Q1 2012

Według REAS po pierwszym kwartale 2012 r. łączne wyniki sprzedaży w Warszawie, Wrocławiu, Trójmieście i Poznaniu były pod względem liczby transakcji porównywalne do Q4 2011. Sprzedaż mieszkań była dobra w lutym i marcu, przy słabej sprzedaży styczniowej. Ceny mieszkań odnotowały spadek o 1,5% q/q. Pomimo wysokiej sprzedaży, oferta w Q1 2011 uległa dalszemu zwiększeniu. Aktualnie w programie RnS dostępne jest jedynie 9% oferty nowych mieszkań vs. ok. 90% w Q3 2011. Wstępne dane REAS są lepsze od naszych oczekiwań. Sprzedaż w Q4 2011 była bardzo dobra, natomiast od początku roku spodziewaliśmy się spadku popytu na mieszkania w następstwie utrudnionego dostępu do kredytów mieszkaniowych. Wyniki sprzedażowe poszczególnych spółek mogą być gorsze q/q z uwagi na coraz silniejszą konkurencję. Nie zmienia to jednak pozytywnego wydźwięku danych REAS.

Rank Progress

Plan skupu akcji własnych

Rank Progress planuje skup nie więcej niż 10% akcji własnych, Spółka zamierza na to przeznaczyć 50 mln PLN. NWZA w tej sprawie odbędzie się 10 kwietnia. Spółka planuje skupować akcje po cenie nie wyższej niż 40 PLN za sztukę. Nabyte akcje będą mogły być przeznaczone do (1) finansowania transakcji przejmowania innych podmiotów z rynku, (2) umorzenia, (3) innych celów wg uznania Zarządu Spółki po uzyskaniu zgody Rady Nadzorczej.

Vantage Development

Debiut Vantage Development

26 marzec był pierwszym dniem notowań Vantage Development – spółka powstała z wydzielienia nieruchomości Grupy Impel. Bank ziemi dewelopera jest wyceniony na około 300 mln PLN. Spółka działa głównie na rynku wrocławskim. Realizuje projekty w segmencie mieszkaniowym i biurowym.

Wikana

Rozwiązanie części umów przedwstępnych zakupu nieruchomości

Spółka zależna Wikany rozwiązała trzy umowy przedwstępne zakupu nieruchomości komercyjnych od Redevco Polska Gamma. Kwoty wpłacone przez Spółkę na rzecz Redevco tytułem zadatków w związku z zawarciem tych umów zostały zaliczone na poczet pozostałych zawartych umów przedwstępnych. Termin zawarcia przyrzeczonych umów sprzedaży pozostałych sześciu nieruchomości objętych umową przedwstępną został wydłużony z 6 kwietnia 2012 r. do 27 kwietnia 2012 r.



BBI Development (Trzymaj)

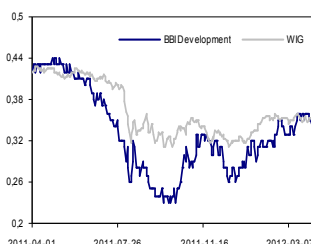
Cena bieżąca: 0,34 PLN

Cena docelowa: 0,34 PLN

Analityk: Piotr Zybala

Data ostatniej aktualizacji: 2012-01-23

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	67,1	58,6	-12,7%	58,4	-0,3%	50,9	-12,9%	Liczba akcji (mln)	523,1
EBITDA	28,5	21,8	-23,5%	12,1	-44,3%	12,2	0,6%	MC (cena bieżąca)	177,8
marża EBITDA	42,5%	37,2%		20,8%		24,0%		EV (cena bieżąca)	397,6
EBIT	28,4	21,6	-23,9%	11,9	-44,8%	12,0	0,6%	Free float	65,2%
Zysk netto	12,0	14,2	19,1%	0,5	-96,6%	4,4	820,9%		
P/E	14,9	12,5		371,6		40,3		Zmiana ceny: 1m	3,0%
P/CE	14,7	12,3		254,0		38,4		Zmiana ceny: 6m	36,0%
P/BV	0,8	0,7		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	-19,0%
EV/EBITDA	9,6	14,9		32,8		50,4		Max (52 tyg.)	0,4
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	0,2



Wyniki BBID za Q4 2011, mimo że nieco gorsze od oczekiwań, przeszły bez echa. Podsumowanie wydarzeń mijającego miesiąca wypada jednak korzystnie dla Spółki. Uruchomienie kredytu budowlanego finansującego PI. Unii i przekroczenie 65% pre-let w części handlowej wskazuje, że inwestycja przebiega bez opóźnień. Przyjęte przez nas parametry wyceny tego obiektu są na bezpiecznym poziomie, yield: 6,7%, czynsz w biurach: 18 EUR, czynsz w handlu: 28 EUR. Korzystna ocena warszawskiego rynku nieruchomości przez zagranicznych inwestorów stwarza szansę na atrakcyjną wycenę PI. Unii w momencie sprzedaży. Nie bez znaczenia jest fakt, że PI. Unii jest największym obiektem tego typu w Warszawie na tym etapie budowy. Tempo realizacji pozostałych projektów BBID jest dużo mniej spektakularne i przykładanie premii do ich wyceny bilansowej jest według nas przedwcześnie. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Uruchomienie finansowania w projekcie PI. Unii

Spółka uruchomiła finansowanie inwestycji PI. Unii z kredytu deweloperskiego udzielonego Spółce przez Bank Pekao S.A. Jest to konsekwencja wynajęcia w budowanym obiekcie wymaganej przez bank powierzchni najmu, w szczególności przekroczenia 65% wynajęcia powierzchni w galerii miejskiej. Po wynajęciu istotnej części biurowej w styczniu tego roku, osiągnięcie wymaganych poziomów pre-let było tylko kwestią czasu. Uruchomienie kredytu zwiększa szanse na terminowe ukończenie inwestycji.

Wyniki Q4 2011 nieznacznie słabsze od oczekiwań

Wyniki BBID nie odbiegały znacznie od naszych szacunków. Nieco wyższe koszty operacyjne oraz koszty finansowe decydowały o zysku netto bliskim zeru vs. 0,7 mln PLN zysku szacowanego przez nas. Znacznie większe od prognoz przychody, to efekt zaksięgowania wpływów ze świadczonych usług w wysokości 6,4 mln PLN (w listopadzie Juvenes – Serwis, spółka zależna BBID, rozpoczęła realizację chłodni magazynowo - składowej na zlecenie zewnętrznego podmiotu). Koszty związane z realizacją chłodni musiały być zaksięgowane w pozostałych kosztach operacyjnych, co tłumaczy duże ujemne saldo pozostałej działalności operacyjnej. Ostatnie lokale w projekcie Dom na Dolnej, przekazywane przez Spółkę w Q4 wygenerowały wysoką 28% marżę. Saldo kosztów ogólnych było wyższe o 29% q/q oraz 40% r/r i przekroczyło naszą prognozę o ok. 0,5 mln PLN. Również koszty działalności finansowej okazały się ok. 0,5 mln PLN wyższe od założeń. Ostatecznie wyniki Spółki, choć nieco niższe od oczekiwań, nie wpływają na naszą wycenę akcji BBID.

Zawarcie porozumienia w sprawie realizacji nowego projektu

BBID zawarła ze Spółdzielnią Hale Banacha porozumienie dotyczące realizacji inwestycji budowlanej w pobliżu zbiegu ulic Grójeckiej i Banacha w Warszawie. Intencją stron jest wybudowanie budynku o przeznaczeniu biurowo-handlowo-mieszkaniowym. Warunkiem realizacji inwestycji jest uzyskanie przez Spółdzielnię użytkowania wieczystego lub prawa własności Nieruchomości, na której ma być realizowany projekt. Porozumienie zostało zawarte na czas określony wynoszący 4 lata. Jest to drugie porozumienie w sprawie realizacji nowej inwestycji zawarte przez BBID w ostatnim czasie (pierwsze dotyczyło wspólnej inwestycji z Archidiecezją Warszawską). Oba potencjalne projekty nie wymagają od BBID wyłożenia gotówki na początku inwestycji, co przy obecnych potrzebach Spółki, w związku z realizacją Konesera, jest kluczowe.



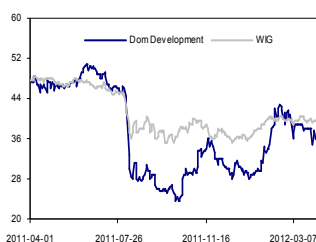
Dom Development (Trzymaj)

Cena bieżąca: 35,55 PLN Cena docelowa: 31,4 PLN

Analitik: Piotr Zybala

Data ostatniej aktualizacji: 2012-01-23

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	513,7	584,3	13,7%	797,4	36,5%	642,5	-19,4%	Liczba akcji (mln)	24,6
EBITDA	61,4	105,7	72,0%	105,9	0,2%	65,2	-38,4%	MC (cena bieżąca)	873,1
marża EBITDA	12,0%	18,1%		13,3%		10,1%		EV (cena bieżąca)	874,2
EBIT	59,1	103,2	74,8%	103,4	0,2%	62,8	-39,3%	Free float	26,6%
Zysk netto	40,4	82,7	104,6%	85,4	3,3%	52,0	-39,2%		
P/E	21,6	10,6		10,2		16,8		Zmiana ceny: 1m	-1,3%
P/CE	20,4	10,3		9,9		16,0		Zmiana ceny: 6m	51,3%
P/BV	1,1	1,0		1,0		1,0		Zmiana ceny: 12m	-26,7%
EV/EBITDA	14,9	9,3		8,3		14,9		Max (52 tyg.)	50,8
Dyid (%)	2,3	2,5		4,9		7,8		Min (52 tyg.)	23,5



Na początku marca do oferty trafił kolejny etap inwestycji Wilno, natomiast w drugiej połowie miesiąca Dom Development rozpoczął inwestycję Młyny Królewskie w nowej lokalizacji na Woli. Wstępne komentarze REAS o sprzedaży mieszkań w Q1 2012 były pozytywne i pozwalają sądzić, że pomimo spadku oferty pod koniec zeszłego i na początku tego roku, liczba sprzedanych mieszkań w Dom Development nie będzie istotnie odbiegać od średniego poziomu z zeszłego roku. Podtrzymujemy zdanie, że nasze prognozy sprzedaży i wyników na lata 2012-2013 są bardzo konserwatywne i istnieje duża szansa, że Spółka je przekroczy. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Wprowadzenie do sprzedaży projektu Młyny Królewskie

Dom Development wprowadził do oferty 294 mieszkania z projektu Młyny Królewskie (ul. Ostroroga). Ceny sprzedaży mieszkań będą się kształtować między 6260 a 9000 PLN/m². Planowane oddanie do użytku powyższej inwestycji to Q4 2013. Wiadomość zgodna z oczekiwaniami. Zakładana przez nas średnia cena brutto sprzedaży lokali w tej inwestycji to 7490 PLN.

Zawarcie znaczącej umowy na generalne wykonawstwo

Spółka zawarła z Henpol Sp. z o.o. umowę na generalne wykonawstwo inwestycji mieszkaniowej na terenie Warszawy. Wynagrodzenie wykonawcy wynosi 58,6 mln PLN. Rozpoczęcie robót budowlanych nastąpi 28 marca 2012 r. Budowa zostanie zakończona w dwóch etapach do 16 września 2013 r. oraz 16 grudnia 2013 r. Możliwe, że umowa dotyczy inwestycji Młyn Królewski, którą Dom Development właśnie wprowadza do sprzedaży. Kwota kontraktu jest nieznacznie wyższa od naszych założeń budżetu budowy dla tej inwestycji.

Wykup obligacji

Spółka nabyła w celu umorzenia 4000 obligacji o łącznej wartości nominalnej 34 mln PLN. Data wykupu obligacji przypada na 28 listopada 2012 r. Jest to już trzeci w tym roku wykup obligacji zapadających w listopadzie 2012 r. Wartość obligacji, które jeszcze pozostały do wykupu w tym roku wynosi ok. 50 mln PLN. Spółka zabezpieczyła środki na ten cel.



Echo Investment (Kupuj)

Cena bieżąca: 4,18 PLN

Cena docelowa: 4,7 PLN

Analityk: Piotr Zybala

Data ostatniej aktualizacji: 2012-01-24

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	426,4	404,2	-5,2%	563,2	39,3%	595,7	5,8%	Liczba akcji (mIn)	420,0
EBITDA	172,7	550,0	218,5%	407,7	-25,9%	168,1	-58,8%	MC (cena bieżąca)	1 755,6
marża EBITDA	40,5%	136,1%		72,4%		28,2%		EV (cena bieżąca)	4 105,8
EBIT	168,7	545,8	223,6%	396,3	-27,4%	156,6	-60,5%	Free float	36,8%
Zysk netto	147,7	164,0	11,0%	263,7	60,8%	146,0	-44,7%		
P/E	11,9	10,7		6,7		12,0		Zmiana ceny: 1m	10,6%
P/CE	11,6	10,4		6,4		11,2		Zmiana ceny: 6m	13,0%
P/BV	0,9	0,9		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	-21,1%
EV/EBITDA	20,0	6,8		10,1		28,4		Max (52 tyg.)	5,6
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,1



Cena akcji Echo Investment stopniowo zbliża się do ceny docelowej wyznaczonej przez nas na poziomie 4,7 PLN. Obecnie trwają prace przy czterech realizowanych przez Spółkę obiektach handlowych oraz jednej inwestycji biurowej we Wrocławiu. W związku z podpisaniem nowych umów najmu w realizowanym biurowcu Aquarius, Spółka myśli o wybudowaniu kolejnego etapu do końca 2013 r., co nie jest uwzględnione w naszych prognozach. Widzimy spory potencjał w inwestycjach, które Spółka jest w stanie zrealizować w perspektywie 2014 r. i kolejnych lat. Ich uwzględnienie w wycenie byłoby podstawą do wzrostu wyceny dewelopera. Spodziewamy się, że komunikaty o rozpoczęciu nowych inwestycji pojawią się w drugiej połowie roku. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wysoki pre-let w projekcie biurowym we Wrocławiu

Tieto Poland potwierdził zawartą w umowie najmu opcję ekspansji i zwiększył powierzchnię wynajmowaną w biurowcu Aquarius Business House do ponad 8,5 tys. mkw. Dzięki temu projekt osiągnął zakładany poziom wynajmu powyżej 85%, co pozwala na rozpoczęcie realizacji II etapu inwestycji. Zakończenie etapu pierwszego planowane jest na listopad tego roku. Osiągnięcie 85% pre-let na ponad pół roku przed otwarciem biurowca oceniamy jako duże osiągnięcie.

Podpisanie czterech umów najmu

Spółka podpisała cztery umowy najmu ze spółką „Real Sp. z o.o.”. 10-letnie umowy najmu dotyczą powierzchni handlowej w obiektach w Jeleniej Górze, Radomiu, Piotrkowie Trybunalskim oraz Tarnowie. Łączna wartość umów dla okresu 10 lat wynosi 38,15 mln EUR. Powierzchnie handlowe zostaną wydane Najemcy w dniu 30 stycznia 2013 r. Podpisane powyższe umowy dotyczą istniejących galerii, działających na rynku od ponad 10 lat. Informacja neutralna dla wyceny Spółki.



GTC (Zawieszona)

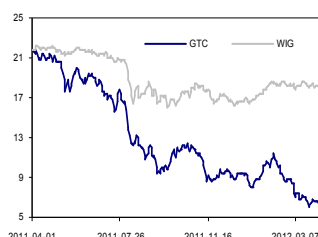
Cena bieżąca: 6,28 PLN

Cena docelowa: -

Analityk: Piotr Zybala

Data ostatniej aktualizacji: 2012-04-05

(mIn EUR)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	169,0	153,7	-9,1%	161,3	5,0%	165,1	2,4%	Liczba akcji (mIn)	219,4
EBITDA	111,1	-230,7		61,2		128,7	110,4%	MC (cena bieżąca)	1 377,7
marża EBITDA	65,8%	-150,1%		37,9%		77,9%		EV (cena bieżąca)	5 688,5
EBIT	110,6	-231,2		60,6		128,1	111,5%	Free float	58,8%
Zysk netto	41,9	-270,4		17,0		63,8	275,5%		
P/E	7,9			19,5		5,2		Zmiana ceny: 1m	-9,0%
P/CE	7,8			18,9		5,1		Zmiana ceny: 6m	-46,6%
P/BV	0,3	0,4		0,4		0,4		Zmiana ceny: 12m	-71,1%
EV/EBITDA	14,1			22,4		11,7		Max (52 tyg.)	21,8
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	6,1



Fatalne wyniki finansowe w Q4 2011 i zapowiedź emisji akcji doprowadziły do spadku kursu GTC o 25% w ciągu miesiąca. 16 kwietnia odbędzie się WZA, na którym będzie głosowana m. in. propozycja emisji akcji z prawem poboru o wartości 100 mln EUR. Dokapitalizowanie Spółki taką kwotą powinno wyraźnie zmniejszyć ryzyko kredytowe w GTC. Po emisji akcji wskaźniki zadłużenia wyglądałyby w GTC niewiele gorzej niż w Echo Investment. W obecnej sytuacji decyzja o ograniczeniu planów inwestycyjnych do najlepszych projektów w Warszawie również wydaje się słuszną. Praca nad zwiększaniem efektywności posiadanych obiektów oraz redukcją kosztów może przynieść spółce więcej korzyści niż próby rozwoju działalności na niepewnych dziś rynkach na południu Europy. W najbliższym czasie zaktualizujemy naszą wycenę akcji GTC. Do tego czasu zawieszamy rekomendację inwestycyjną dla tej Spółki.

Słabe wyniki operacyjne i zaskakująco duża strata na wycenie nieruchomości

Nie znajdujemy pozytywów w wynikach GTC za Q4. Uwagę przykuwa przede wszystkim bardzo duża strata na wycenie nieruchomości wynosząca 118,2 mln EUR. Chociaż kwota ta wydaje się bardzo duża, przypominamy, że na potrzeby wyceny GTC, skorygowaliśmy wartość posiadanych przez spółkę nieruchomości o 365 mln EUR, stąd tak znaczny odpis nie wpływa na naszą wycenę akcji GTC. Negatywny wpływ na wycenę będą miały natomiast słabe wyniki operacyjne i spodziewane okrojenie przez Spółkę planu inwestycyjnego. Przychody okazały się o 9-10% niższe od naszych oczekiwań oraz konsensusu. Przyczyna leży we wciąż utrzymującym się wolnym tempie sprzedaży mieszkań w krajach SEE. Przychody z najmu udało się utrzymać na poziomie Q3, niemniej marża uległa wyraźnemu pogorszeniu (efekt zbycia Galerii Mokotów). W Q4 liczyliśmy na utrzymanie niskich kosztów zarządu i sprzedaży, które pozytywnie zaskoczyły rynek w Q3 2011, tymczasem q/q wzrosły one o 125% do poziomu 8,2 mln EUR. Również koszty finansowe zaskoczyły negatywnie (19,4 mln EUR vs. prognoza: 16,8 mln EUR). Negatywny obraz wyników dopełnia rezygnacja ze stanowiska Przewodniczącego Rady Nadzorczej Eli Alroya oraz zapowiedź możliwej emisji akcji z prawem poboru w celu poprawy płynności finansowej oraz zmniejszenia zadłużenia. Jak wspomnieliśmy powyżej, odpis wartości nieruchomości jest już uwzględniony w cenie GTC. Spodziewamy się natomiast, że przedstawienie przez spółkę skorygowanego planu inwestycyjnego może negatywnie wpłynąć na naszą wycenę akcji Spółki.

Zwołanie ZWZA

Zarząd GTC zwołał na 16 kwietnia 2012 r. ZWZA. Jeden z projektów uchwał dotyczy podwyższenia kapitału zakładowego w drodze emisji akcji. Projekt przewiduje emisję nie więcej niż 100 mln akcji zwykłych na okaziciela. Dzień prawa poboru ustala się na 4 czerwca 2012 r. Za każdą jedną akcją Spółki akcjonariuszowi przysługuje jedno prawo poboru. Wiadomość zgodna z oczekiwaniami. Celem Spółki jest dokapitalizowanie Spółki kwotą około 100 mln EUR w celu zmniejszenia zadłużenia i poprawienia sytuacji płynnościowej.



J.W. Construction (Redukuj)

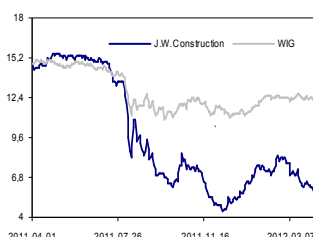
Cena bieżąca: 5,82 PLN

Cena docelowa: 6,1 PLN

Analitik: Piotr Zybala

Data ostatniej aktualizacji: 2012-01-23

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	620,0	362,9	-41,5%	395,4	9,0%	335,0	-15,3%	Liczba akcji (mln)	54,1
EBITDA	155,3	78,1	-49,7%	86,3	10,4%	88,8	2,9%	MC (cena bieżąca)	314,7
marża EBITDA	25,0%	21,5%		21,8%		26,5%		EV (cena bieżąca)	1 192,6
EBIT	142,4	65,6	-53,9%	73,8	12,4%	76,3	3,4%	Free float	27,3%
Zysk netto	92,0	27,8	-69,8%	28,2	1,5%	28,1	-0,4%		
P/E	3,4	11,3		11,2		11,2		Zmiana ceny: 1m	-17,0%
P/CE	3,0	7,8		7,7		7,7		Zmiana ceny: 6m	-11,1%
P/BV	0,7	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-60,0%
EV/EBITDA	5,4	11,6		13,8		16,3		Max (52 tyg.)	15,5
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	4,4



Słabe wyniki finansowe i nierozstrzygnięta kwestia nabycia działki przy ul. Kasprzaka usprawiedliwiają kiepskie zachowanie kursu JWCH w marcu. Spółka straciła ok. 22% i na początku kwietnia znalazła się nieco poniżej naszej ceny docelowej. Konkluzje po wynikach Q4 2011 są mało optymistyczne. Rozpoczęcie pozawarszawskich inwestycji mieszkaniowych opóźnia się, przedwstępna umowa nabycia działki od Black Lion została rozwiązana i nie wiadomo kiedy transakcja zostanie sfinalizowana, komercjalizacja inwestycji Hanza Tower w Szczecinie postępuje wolno. Widzimy ryzyko, że nasze prognozy zysków i sprzedaży na lata 2012 i 2013 nie będą zrealizowane, dlatego podtrzymujemy rekomendację redukuj.

Mocny spadek marży deweloperskiej

Zgodnie z oczekiwaniami Q4 w JWCH był najsłabszym kwartałem 2011 r. Najbardziej niepokoi wyrazny spadek marży deweloperskiej, która w Q1 2011 wyniosła jeszcze 30,5%, by w Q4 spaść do 19,1%. Stało się to mimo, że przez cały rok Spółka przekazywała mieszkania z tych samych projektów. Przy zaskakująco wysokich przychodach (88,4 mln PLN vs. prognoza: 72,2 mln PLN) JWCH wygenerował zalewie 16,9 mln PLN zysku brutto ze sprzedaży (prognoza: 20,9 mln PLN). SG&A wzrosły q/q o 18%, co jest gorszym wynikiem niż oczekiwaliśmy, lecz wciąż lepszym niż w Q4 2010, kiedy Q4 charakteryzował się ponad 26% wzrostem kosztów ogólnych. Aktualizacja wartości nieruchomości wyniosła w Q4 2,5 mln PLN (prawdopodobnie kolejne przeszacowanie biurowca w Szczecinie), a w całym 2011 r. 22,4 mln PLN. Wyniki Q4 mocno podreperowało dodatnie saldo pozostałej działalności operacyjnej (+4 mln PLN). Również wynik na działalności finansowej można uznać za bardzo dobry (-4,0 mln PLN vs. prognoza -8,0 mln PLN). Zysk na podstawowej działalności operacyjnej był w Q4 na tyle słaby, że pomimo korzystnych wyników w dolnej części P&L, Spółka osiągnęła zysk netto poniżej konsensusu oraz naszych prognoz (1,2 mln PLN vs. konsensus: 3,8 mln PLN vs. prognozy: 2,1 mln PLN).

Wygaśnięcie warunkowej umowy nabycia działki przy ul. Kasprzaka

W związku z nieuchwaleniem miejscowego planu zagospodarowania przestrzennego, obejmującego nieruchomości przy ul. Kasprzaka, umowa z Black Lion dotycząca nabycia nieruchomości uległa wygaśnięciu. W oddzielnym wywiadzie Józef Wojciechowski poinformował, że Spółka wciąż jest zainteresowana nabyciem działki, jednak problemy z uchwaleniem planu miejscowego nie pozwalają na szybką finalizację transakcji. Chociaż projekt przy ul. Kasprzaka wiąże się z dużym ryzykiem, stwarzał szansę na istotne zwiększenie skali działalności poczynając od 2013 r. Bez tej inwestycji szansa na realizację naszych prognoz sprzedaży mieszkań w 2013 r. i kolejnych latach jest niewielka. Nasze prognozy zakładały w 2013 r. prawie 50 mln PLN dodatniej rewaluacji w wyniku przeszacowania części biurowej przy Kasprzaka. Szybkie zastąpienie projektu, inną inwestycją/inwestycjami o podobnej skali będzie trudne (półka nie posiada nadwyżek gotówkowych).



PA Nova (Kupuj)

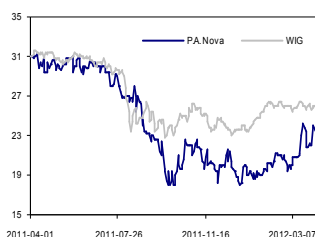
Cena bieżąca: 23,3 PLN

Cena docelowa: 25,8 PLN

Analityk: Piotr Zybala

Data ostatniej aktualizacji: 2012-01-23

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	146,5	173,9	18,7%	214,1	23,1%	230,5	7,7%	Liczba akcji (mln)	10,0
EBITDA	27,9	32,5	16,4%	29,7	-8,6%	51,9	74,6%	MC (cena bieżąca)	232,8
marża EBITDA	19,1%	18,7%		13,9%		22,5%		EV (cena bieżąca)	445,1
EBIT	25,7	29,7	15,4%	26,7	-10,2%	49,1	84,1%	Free float	39,4%
Zysk netto	20,2	21,2	5,1%	17,8	-15,8%	31,9	78,5%		
P/E	11,5	11,0		13,0		7,3		Zmiana ceny: 1m	16,4%
P/CE	10,4	9,7		11,1		6,7		Zmiana ceny: 6m	11,3%
P/BV	1,0	0,9		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	-25,1%
EV/EBITDA	11,1	9,9		15,0		8,0		Max (52 tyg.)	31,3
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	18,0



Wyniki P.A. Novej w Q4, były dobre, a rynek, na którym działa Spółka, nie zdradza oznak spowolnienia. Popyt na powierzchnię handlową w małych miastach Polski niewątpliwie nie jest jeszcze wyczerpany, stąd widać coraz większą konkurencję w tym segmencie rynku. Co ważne, rośnie też zainteresowanie zagranicznych funduszy inwestycyjnych nieruchomościami zlokalizowanymi w mniejszych miastach Polski. Po marcowym wzroście kursu akcji, P.A. Nova jest notowana z około 10% dyskonta do naszej ceny docelowej, która nie uwzględnia potencjału ukrytego w planowanej inwestycji w Jaworznie (oczekiwany start w 2013 r.). Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Umowa z Kaufland za 38,15 mln PLN

P.A. Nova zobowiązała się do sprzedaży Kauflandowi prawa własności nieruchomości zabudowanej samoobsługowym obiektem handlowym wraz z infrastrukturą. Wartość kontraktu wynosi 38,15 mln PLN. Umowa przyrzeczona ma być zawarta najpóźniej do 30.06.2013. Informacja pozytywna. Wartość kontraktu stanowi ok. 20% backlogu na 2012 r.

Wyniki Q4 2011. Prognozy Zarządu zrealizowane

Wyniki P.A. Novej w Q4 2011 okazały się nieco lepsze od naszych przewidywań i pozwoliły Spółce zrealizować całoroczną prognozę zysku netto, wynoszącą 21,3 mln PLN. Przychody Spółki osiągnęły w Q4 rekordową wartość 52,6 mln PLN, dzięki czemu całoroczna prognoza zarządu dotycząca przychodów ze sprzedaży została przekroczona o 8,2%. Wskutek rozliczenia trzech obiektów handlowych (Andrychów, Katowice, Wrocław), zysk brutto ze sprzedaży w Q4 również był wyższy niż w poprzednich kwartałach tego roku (9,5 mln PLN). Na uwagę ponownie zasługuje poziom kosztów ogólnego zarządu i sprzedaży, które w Q4 wyniosły 0,85 mln PLN, co oznacza spadek o 6,3% q/q oraz 35,8% r/r. W całym roku SG&A stanowiły zaledwie 2% przychodów ze sprzedaży, co jest poziomem niespotykanym wśród deweloperów komercyjnych. Zysk netto w Q4 wyniósł 5,6 mln PLN. Znaczny spadek zysku w stosunku do ostatniego kwartału zeszłego roku to efekt zakumulowania rozliczeń projektów w Q4 2010 r. Wyniki 2011 r. były bardziej proporcjonalnie rozłożone między poszczególne kwartały i tego również spodziewamy się w 2012 r.



Polnord (Trzymaj)

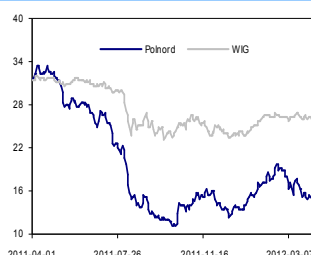
Cena bieżąca: 14,79 PLN

Cena docelowa: 15,7 PLN

Analityk: Piotr Zybala

Data ostatniej aktualizacji: 2012-01-23

(mln PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	180,3	307,7	70,7%	266,6	-13,4%	303,8	14,0%	Liczba akcji (mln)	23,8
EBITDA	50,4	86,2	70,9%	52,6	-39,0%	-4,2		MC (cena bieżąca)	352,0
marża EBITDA	28,0%	28,0%		19,7%		-1,4%		EV (cena bieżąca)	962,1
EBIT	48,1	84,1	74,6%	50,9	-39,5%	-5,9		Free float	55,0%
Zysk netto	51,6	61,5	19,2%	57,9	-5,9%	66,4	14,7%		
P/E	6,4	5,3		6,1		5,3		Zmiana ceny: 1m	-9,8%
P/CE	6,1	5,2		5,9		5,2		Zmiana ceny: 6m	28,8%
P/BV	0,3	0,3		0,3		0,3		Zmiana ceny: 12m	-54,4%
EV/EBITDA	20,8	10,6		18,3				Max (52 tyg.)	33,6
Dywid (%)	5,8	2,2		3,5		4,9		Min (52 tyg.)	11,0



Dzięki dobrej sprzedaży w marcu, Polnord zakończył Q1 2012 z 266 nowymi przedwstępными umowami sprzedaży mieszkań. Wynik, choć o 6-7% gorszy r/r i q/q, jest lepszy od naszych oczekiwań. Jak wspomnieliśmy w strategii na 2012 r., z punktu widzenia atrakcyjności Spółki ważniejsza od statystyk sprzedaży wydaje się nam kwestia płynności finansowej i redukcji zadłużenia. Na początku kwietnia jest to temat równie aktualny. W Q4 2011 nastąpił co prawda spadek długu netto w Polnordzie, lecz oczekiwaliśmy, że będzie to spadek większy niż 11 mln PLN. W Q1 Polnord odzyskał zaledwie kilka mln PLN z tytułu sprzedaży gruntów, a jednocześnie pozbył się 14 mln PLN gotówki kupując 7% udziałów w Spółce Trion. Po silnych wzrostach kursu w styczniu i lutym, w marcu wycena rynkowa Polnordu spadła 6% poniżej naszej ceny docelowej. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Wyniki Q4 2011. Odpisy aktualizujące zapasy negatywnie wpłynęły na wynik

Wyniki Polnordu w Q4 okazały się słabsze od naszych założeń, chociaż Spółce udało się utrzymać marżę na oczekiwanym przez nas poziomie. Wśród przekazywanych w Q4 mieszkań nie znalazły się lokale z inwestycji w Sopocie, które są sprzedawane z ujemną marżą, lecz Spółka dokonała odpisu wartości tej inwestycji w wysokości 10 mln PLN. Odpis ten został dokonany na poziomie przychodów i obniżył marżę deweloperską do poziomu 15,9%. Bez inwestycji Sopotkiej marża brutto w Polnordzie utrzymałaby się na poziomie około 22% osiągniętym w Q3 2011. Negatywnym zaskoczeniem jest wzrost kosztów SG&A o 19% q/q oraz 18% r/r. Restrukturyzacja kosztowa w Polnordzie następuje w wolniejszym tempie niż oczekiwaliśmy. Największy wpływ na różnicę między naszymi prognozami i konsensem, a prognozami zarządu miał odpis aktualizujący zapasy. Wpłynął on na ujemne saldo pozostałej działalności operacyjnej w wysokości -6,8 mln PLN vs. prognoza: -1,0 mln PLN. Drugą przyczyną dużo niższego od oczekiwań zysku netto były wyjątkowo wysokie koszty finansowe netto -9,3 mln PLN vs. -2,9 mln PLN. Podatek dochodowy był zgodnie z oczekiwaniami pomniejszony o aktywo z tytułu podatku dochodowego. Ostatecznie zysk netto wyniósł w Q4 2011 10,8 mln PLN vs. prognoza: 24,5 mln PLN vs. konsensus: 19,8 mln PLN.

Objęcie 70,3 mln akcji Trion S.A. za łączną cenę 14,1 mln PLN

Polnord objął 70,3 mln akcji w ramach podwyższenia kapitału spółki Trion S.A. Cena emisyjna wyniosła 0,20 PLN za akcję. Tym samym Polnord stał się właścicielem 7% udziałów w Trion S.A. W lutym 2012 r. sfinalizowane zostało włączenie do Grupy Trion spółki KB DOM, zajmującą się między innymi generalnym wykonawstwem projektów deweloperskich. Spółka KB DOM jest między innymi generalnym wykonawcą jednej inwestycji Polnordu w Gdańsku (Meridian). Wejście kapitałowe Polnordu w spółkę budowlaną oceniamy negatywnie. Potrzeby Spółki związane z koniecznością spłaty/rolowania zadłużenia oraz realizacją projektów komercyjnych są znaczące, a korzyści w związku z objęciem 7% udziałów w Grupie TRION według nas ograniczone.



Robyg (Trzymaj)

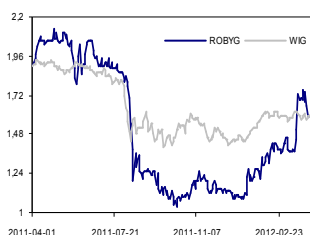
Cena bieżąca: 1,57 PLN

Cena docelowa: 1,43 PLN

Analityk: Piotr Zybala

Data ostatniej aktualizacji: 2012-03-05

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	284,8	153,7	-46,0%	440,1	186,4%	399,7	-9,2%	Liczba akcji (mln)	257,4
EBITDA	47,6	16,3	-65,8%	79,1	385,4%	64,3	-18,7%	MC (cena bieżąca)	404,1
marża EBITDA	16,7%	10,6%		18,0%		16,1%		EV (cena bieżąca)	737,4
EBIT	46,9	15,4	-67,1%	78,3	407,5%	63,5	-18,9%	Free float	16,5%
Zysk netto	31,7	35,0	10,4%	42,1	20,4%	30,1	-28,5%		
P/E	10,8	11,5		9,6		13,4		Zmiana ceny: 1m	12,9%
P/CE	10,6	11,3		9,4		13,1		Zmiana ceny: 6m	51,0%
P/BV	0,8	1,0		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	-20,3%
EV/EBITDA	14,7	45,4		9,3		12,7		Max (52 tyg.)	2,1
Dyid (%)	0,0	4,5		3,5		4,2		Min (52 tyg.)	1,0



Robyg był jednym z nielicznych deweloperów mieszkaniowych, których akcje w marcu zdrożały. Czynnikiem wzrostu była przede wszystkim propozycja wypłaty dywidendy z zysku za 2011 r. w wysokości 0,12 PLN na akcję. Wydarzeniem obecnego tygodnia są bardzo dobre dane o sprzedaży mieszkań w Q1 2012. Spośród największych deweloperów Robyg jako jedyny zwiększył sprzedaż w stosunku do poprzedniego kwartału. Przy tak dużej liczbie zawartych umów na początku roku, powtórzenie wolumenu sprzedaży z 2011 r. staje się realne. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Wyniki Q4 2011. Marża deweloperska zgodna z oczekiwaniami, wynik netto rozczarował

Przychody i koszty bezpośrednie okazały się w Q4 o około 10% wyższe od naszych założeń. Oznacza to, że albo Spółka zdołała przekazać więcej mieszkań niż zakładaliśmy, albo były to mieszkania większe. Tak czy inaczej, efektem jest o 1,5 mln PLN wyższy wynik brutto ze sprzedaży mieszkań. Co istotne, na sprzedaży mieszkań Spółka zrealizowała oczekiwaną przez nas ponad 22% marżę (Q4 jest pod tym względem najlepszy w 2011 r.). Pozycje kosztów ogólnych, pozostałych operacyjnych oraz finansowych stanowiły już negatywne zaskoczenie. Koszty zarządu i sprzedaży (-8,7 mln PLN) były 17% wyższe od naszych prognoz (24% wyższe q/q). Aktualizacja wartości gruntów we Wrocławiu, którą zakładaliśmy na poziomie -2,0 mln PLN wyniosła -5,0 mln PLN. Koszty finansowe netto (6,6 mln PLN) również przekroczyły nasze prognozy, chociaż tu różnica nie była znaczna (0,5 mln PLN). Na ostateczny wynik istotnie wpłynęły pozycje znajdujące się poniżej straty brutto. Aktywo podatkowe, będące wynikiem restrukturyzacji organizacyjnej było niższe niż zakładaliśmy, natomiast zysk akcjonariuszy mniejszościowych wyższy. Ostatecznie, pomimo dobrego wyniku na sprzedaży mieszkań, zysk netto w Robygu w Q4 2011 okazał się o 8,3 mln PLN niższy od prognoz. Zwracamy uwagę na kilka zdarzeń jednorazowych, które miały miejsce w wynikach Spółki: odpis wartości gruntu we Wrocławiu, odwrócenie odpisu odsetek (ujemny wpływ na wynik) oraz zysk na podatku w wyniku reorganizacji. W Q1 2012 powyższe pozycje nie powinny się powtórzyć, a wynik będzie lepiej odzwierciedlał potencjał Spółki. W 2011 r. Spółka przekazała około 300 mieszkań, podczas gdy sprzedaż przekroczyła 1000.

Zarząd rekomenduje wypłatę dywidendy w wysokości 0,12 PLN na akcję

0,12 PLN oznacza DYield równy 8,7%. Odpływ gotówki w związku z wypłatą dywidendy wyniósłby ok. 31 mln PLN. Na koniec roku Spółka dysponowała 128,6 mln PLN gotówki, a wydatki na nowe grunty w 2012 r. najprawdopodobniej będą niższe niż w 2011 r. Uważamy, że wypłata tak wysokiej dywidendy nie stanowi zagrożenia dla płynności działalności Spółki i propozycję Zarządu oceniamy pozytywnie.

Robyg zamierza sprzedać w 2012 r. ok. 1000 lokali oraz przekazać przynajmniej 860

Robyg chce utrzymać w 2012 r. poziom sprzedaży osiągnięty w 2011 r. (ok. 1000 lokali). Spółka poinformowała, że ma obecnie potencjał by rozpoznać w przychodach 2012 r. ponad 860 mieszkań. Nasze założenia, co do sprzedaży w Robygu w 2012 r. są bardziej konserwatywne i zakładają znalezienie nabywców na 800 lokali. Spodziewamy się również rozpoznania w wynikach około 1000 mieszkań. Zwracamy uwagę na to, że w inwestycjach zakończonych lub planowanych do zakończenia w 2012 r. już około 860 mieszkań zostało sprzedanych, stąd deklaracje Zarządu odnośnie przekazania na 2012 r. są dość konserwatywne.

301 przedwstępnych umów sprzedaży mieszkań w Q1 2012

W Q1 2012 Robyg zawarł 301 przedwstępnych umów sprzedaży mieszkań (po uwzględnieniu rezygnacji). Wynik jest lepszy o 28% q/q oraz 3% r/r. Jest to zarazem najwyższa kwartalna sprzedaż mieszkań w historii Spółki. W kontekście planów Spółki na ten rok (1000 sprzedanych lokali) oraz naszych prognoz (800 sprzedanych lokali) wynik Q1 jest pozytywnym zaskoczeniem.



i wskazuje na silny popyt na rynku pomimo niekorzystnych zmian w liczeniu zdolności kredytowej wprowadzonych przez banki na początku roku. Za bardzo dobrą sprzedaż w Q1 może odpowiadać obniżenie cen części mieszkań. Elastyczność cenowa popytu w segmencie mieszkań popularnych jest duża.

Handel

AmRest

Transakcje na akcjach

BZ WBK TFI zmniejszył zaangażowanie z 5,01% do 4,81%.

Zapowiedź poprawy wyników

Spółka zapowiada w 2012 poprawę wyników (sprzedaży i rentowności). W tym roku jest możliwa ekspansja La Tagliatella do Niemiec, USA i Chin. W 2012 powstanie 80-100 lokali, najwięcej KFC i Starbucks. Możliwe są akwizycje nowych marek.

Bomi

Rezygnacja Członka Rady Nadzorczej

Krzysztof Pietkun złożył rezygnację z pełnienia funkcji Członka Rady Nadzorczej.

W 2013 operacyjnie blisko progu rentowności

Do czerwca nowy Zarząd będzie szukał inwestora na Rabat Service, a jeśli nie zostanie sprzedany zadebiutuje na New Connect. W 2013 cała grupa może być operacyjnie na plusie. W 2012 spółka spróbuje zamknąć część nierentownych placówek, część przekaże agentom.

Wynik WZA

WZA podjęło uchwały na sprzedaż nieruchomości, zmieniono skład Rady Nadzorczej. Wiceprezes Zarządu Jerzy Falkin złożył rezygnację.

Delko

Możliwy zakup sieci franczyzowej

Wg *Gazety Parkiet* Delko zamierza odkupić od notowanego na NewConnect Waspolu sieć franczyzowych sklepów Eden. Obecnie w sieci działa 850 placówek, do końca roku ma być ich 1000. Strony nie komentują transakcji.

Wynik WZA

Nie będzie emisji akcji dla właścicieli trzech podmiotów, które Delko chciało wykupić: Delkor, Luberdę i Delko Otto. Akcjonariusze zagłosowali przeciwko podwyższeniu kapitału.

EKO Holding

Prognoza na 1H 2012

Spółka po słabych wynikach za 4Q 2011 (strata netto -3,3 mln PLN wobec zysku 4,0 mln PLN w 4Q 2010) podała prognozę na 1H 2012. EKO szacuje 869,5 mln PLN sprzedaży (wzrost r/r o 27%) i EBITDA na poziomie 17,6 mln PLN (spadek r/r o -3%).

Spółka spodziewa się co najmniej 1,7 mld PLN obrotów grupy w 2012

Cele spółki na 2012 to poprawa marż i rozbudowa sieci sklepów. Planowane jest 20 otwarć supermarketów. Spółka nie wyklucza też połączenia z podmiotem o obrotach rzędu 0,5 mld PLN. Grupa chce obniżyć koszty i zakłada, że w tym roku odwróci się negatywne tendencje w segmencie marż. Ostatnio po słabych wynikach za 4Q 2011 spółka opublikowała prognozy na 1H 2012 (spadek EBITDA r/r o -3%). Naszym zdaniem mniejszym podmiotom z rynku FMCG trudno będzie w tym roku poprawić marże (presja konkurencji) a dodatkową presję na rentowność operacyjną wywołują rosnące czynsze, koszty płac i energii.

Emperia

Cena za detal ambitna, dywidenda ok. 815 mln PLN

Emperia w ciągu dwóch miesięcy może podjąć decyzję ws. segmentu detalicznego, rozważane są dwie opcje: sprzedaż za gotówkę (inwestorom branżowym lub finansowym), bądź fuzja segmentu z innym podmiotem (inwestor branżowy). Zarząd przyznał, że oczekiwana cena 900 mln PLN jest ambitna. W 2011 działalność detaliczna przyniosła 1,8 mld PLN sprzedaży (wzrost o 4,76%). EBITDA spadła o 39% do 30,5 mln PLN, EBIT do 1,4 mln PLN. Strata netto detalu wyniosła 0,9 mln PLN wobec 13,7 mln PLN zysku w 2010. Spółka może wypłacić w formie dywidendy większość lub cały zysk za 2011, czyli 815,4 mln PLN. Ze względu na znaczne pogorszenie r/r wyników części detalicznej zgadzamy się z Zarządem, że cena 900 mln PLN jest ambitna i będzie naszym zdaniem trudna do osiągnięcia. Spółka pracuje też nad możliwością wypłacenia w formie dywidendy większej części środków ze sprzedaży Tradisu niż jednostkowy wynik netto 2011. Walne planowane jest na kwiecień 2012.

Decyzja o detalu w 2Q 2012

2Q 2012 przyniesie rozstrzygnięcie w sprawie sieci detalicznej. W grę wchodzi dwie opcje: (i) sprzedaż segmentu oraz (ii) fuzja z inwestorem branżowym. Wg Zarządu połączenie z inną siecią supermarketów, które dałoby 5 mld PLN obrotów ma sens biznesowy. *Gazeta Parkiet* spekuluje, że chodzi o sieć Polomarket. Do tej pory rynek oczekiwał sprzedaży części detalicznej, jednak po słabych wynikach za 2011 w detalu (strata netto 0,9 mln PLN wobec 13,7 mln PLN zysku w 2010) cena 900 mln PLN, którą Zarząd chciał uzyskać z transakcji jest bardzo ambitna.

Zgoda UOKiK na przejęcie Stokrotek

UOKiK zgadza się na przejęcie przez Gemma Investments kontroli nad Stokrotką, Maro-Markety i Spółem Tychy. Gemma Investments jest właścicielem sieci tradycyjnych sklepów o małej powierzchni działających pod szyldami Żabka i Freshmarket. Gemma Investments należy do grupy funduszu Mid Europa Partners. Rozstrzygnięcie procesu sprzedaży części detalicznej Emperii ma nastąpić w 2Q 2012. Chętnych na zakup jest kilku inwestorów finansowych. W grę wchodzi też połączenie Stokrotek z inną siecią detaliczną.

Zmiany w Zarządzie

Jarosław Wawerski, Grzegorz Wawerski i Marek Wesołowski złożyli rezygnację z pełnienia funkcji Członków Zarządu. Powodem rezygnacji jest reorganizacja struktury Zarządu. Marek Wesołowski oraz Grzegorz Wawerski nadal będą pełnić dotychczasowe funkcje w Zarządach spółek zależnych.

Gino Rossi

Sprzedaż za luty

Przychody ze sprzedaży wyniosły w lutym 14,7 mln PLN i są wyższe r/r o 9,1%. Sprzedaż spółki Gino Rossi wyniosła 8,5 mln PLN (+ 1,1% r/r), natomiast sprzedaż spółki Simple 6,6 mln PLN (+27% r/r). Skonsolidowane przychody ze sprzedaży w okresie styczeń-luty 2012 wyniosły 30,8 mln PLN i są wyższe r/r o 13,3%. Sprzedaż spółki Gino Rossi w okresie styczeń-luty wyniosła 17,6 mln PLN (+ 9,1% r/r), natomiast spółki Simple wyniosła 13,8 mln PLN (+ 20,8% r/r). Ogólne dane o dodatniej dynamice sprzedaży pozytywne. Sieć obuwnicza jednak wyhamowała w lutym i osiągnęła niższe dynamiki od spółek z branży. Dobre dane podaje Simple, spółka, która przeznaczona jest do sprzedaży.

Simple wejdzie do Rosji

Pod koniec 2012 mają zostać uruchomione dwa pierwsze sklepy pod marką Simple w Rosji. Nowe salony będą otwierane w Moskwie w formie franczyzy. Cała grupa na rozwój w 2012 zamierza wydać 4,0 mln PLN z czego 2,5 mln PLN na Simple. W Polsce powstanie 5 sklepów Simple i 3 lokalizacje Gino Rossi.

Koniec negocjacji z Bytom

30.03.2012 Gino Rossi zakończyło negocjacje z Bytom (rozpoczęte w 22.08.2011) w sprawie gotowości do podjęcia rozmów w sprawie konsolidacji obu podmiotów przez przeniesienie całego majątku Gino Rossi na Bytom w zamian za akcje emisji łączeniowej, jakie Bytom wyemituje i wyda akcjonariuszom Gino Rossi. Stroną przejmującą miała być Bytom spółką przejmowaną miała być Gino Rossi. W trakcie negocjacji strony nie doszły do porozumienia w zakresie warunków realizacji wskazanej wyżej transakcji.

Wojas

Plany na 2012

Co najmniej 7 nowych sklepów w 2012. Dodatkowo otwierane będą sklepy franczyzowe na Ukrainie i w Czechach. W 2012 Zarząd spodziewa się kilkunastoprocentowego wzrostu sprzedaży, produkcja zwiększy się o 4-7%. Spółka planuje też podwyżki cen towarów. Wojas zamierza też przegłosować 0,1 PLN dywidendy na akcję za 2011.



Eurocash (Trzymaj)

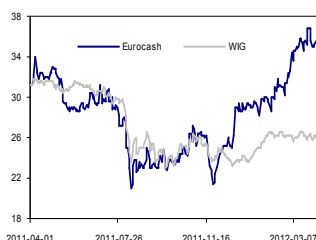
Cena bieżąca: 35,8 PLN

Cena docelowa: 34,7 PLN

Analityk: Gabriela Borowska

Data ostatniej aktualizacji: 2012-03-05

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	7 791,8	9 980,6	28,1%	15 463,3	54,9%	16 059,4	3,9%	Liczba akcji (mln)	137,0
EBITDA	230,7	265,8	15,2%	477,7	79,7%	547,8	14,7%	MC (cena bieżąca)	4 905,3
marża EBITDA	3,0%	2,7%		3,1%		3,4%		EV (cena bieżąca)	5 859,7
EBIT	170,4	193,0	13,2%	378,6	96,2%	444,8	17,5%	Free float	43,7%
Zysk netto	128,4	134,4	4,6%	239,4	78,1%	308,9	29,0%		
P/E	38,2	36,5		20,5		15,9		Zmiana ceny: 1m	6,5%
P/CE	26,0	23,7		14,5		11,9		Zmiana ceny: 6m	46,2%
P/BV	10,7	8,9		6,2		4,8		Zmiana ceny: 12m	11,0%
EV/EBITDA	22,1	23,2		12,3		10,2		Max (52 tyg.)	36,9
Dyid (%)	1,0	1,0		0,0		1,5		Min (52 tyg.)	21,0



Naszym zdaniem Eurocash ma za sobą udany kwartał. Wg danych podawanych przez GUS sprzedaż detaliczna żywności w styczniu i lutym miała wysokie dodatnie dynamiki na poziomie odpowiednio 10,7% i 7,7% (przy zmianie cen odpowiednio 4,3% i 4,6%). Wysokie dynamiki sprzedaży żywności wynikają w części z niskiej bazy, w części z dobrej pogody (w 1Q 2011 ze względu na śnieg spółki miały problemy z transportem towarów). Spodziewamy się, że Eurocash jako jeden z liderów rynku FMCG skorzystał na dobrej sprzedaży w branży. Spółka ma przed sobą rok restrukturyzacji i pracy nad synergiami wynikającymi z ostatnich akwizycji. W 1Q 2012 dynamika wyników będzie wspierana przez konsolidację od początku roku spółek dystrybucyjnych Tradis. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.



LPP (Zawieszona)

Cena bieżąca: 2950 PLN

Cena docelowa: -

Analityk: Gabriela Borowska

Data ostatniej aktualizacji: 2012-04-05

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 079,4	2 492,5	19,9%	2 895,6	16,2%	3 299,2	13,9%	Liczba akcji (mln)	1,8
EBITDA	295,1	437,5	48,2%	431,7	-1,3%	513,0	18,8%	MC (cena bieżąca)	5 244,3
marża EBITDA	14,2%	17,6%		14,9%		15,5%		EV (cena bieżąca)	5 304,0
EBIT	200,7	342,0	70,4%	318,9	-6,8%	394,0	23,5%	Free float	40,5%
Zysk netto	139,1	267,8	92,6%	251,9	-6,0%	319,4	26,8%		
P/E	37,1	19,6		20,8		16,4		Zmiana ceny: 1m	22,4%
P/CE	22,1	14,4		14,4		12,0		Zmiana ceny: 6m	51,3%
P/BV	7,0	5,8		4,8		4,0		Zmiana ceny: 12m	40,1%
EV/EBITDA	18,2	12,4		12,3		10,0		Max (52 tyg.)	2 955,0
Dyid (%)	1,7	2,6		2,5		2,4		Min (52 tyg.)	1 802,5



LPP od początku roku raportuje dynamiki sprzedaży wyższe od oczekiwań. Lepsza sprzedaż to efekt większej sieci (około +14% r/r) i dodatniej dynamiki sprzedaży na sklepach porównywalnych. Bardzo dobra średnia sprzedaż na m2 to częściowo wynik efektu bazy i słabej sprzedaży w poprzednich latach, jednak dane za sam marzec były lepsze od stycznia i lutego mimo też dobrego marca 2011. Częściowo lepsza r/r sprzedaż na średni m2 to też efekt lepszej pogody i zapewne dobrej kolekcji. Przy zaraportowanych danych za 1Q 2012 spodziewamy się, że wynik na poziomie operacyjnym wyniesie w 1Q 2012 ponad 40 mln PLN (prawie 4x wyższy r/r). W naszych prognozach zakładamy, że w 2H 2012 dynamiki sprzedaży wyhamują ze względu na bardzo dobre dane z 2H 2011 jednak mimo to po danych widzimy potencjał do zwiększenia prognoz na 2012. Naszym zdaniem spółka jest w stanie zrealizować w 2012 około 300 mln PLN zysku netto. Ze względu na prace nad aktualizacją raportu zawieszamy rekomendację na LPP.

Dane za marzec powyżej oczekiwań

Skonsolidowane przychody ze sprzedaży osiągnięte w marcu wyniosły około 242 mln PLN i były wyższe r/r o około 42%. Szacunkowa wartość marży brutto na sprzedaży przekroczyła 61% i była zbliżona do marży zrealizowanej w marcu roku poprzedniego. Wartość przychodów ze sprzedaży zrealizowanych w okresie styczeń - marzec 2012 wyniosła ok. 651 mln PLN i była wyższa o ok. 30% r/r. Wiadomość pozytywna. Wyniki marca są powyżej naszych oczekiwań jeśli chodzi o dynamikę sprzedaży (szacujemy, że średnio na m2 dynamika była na poziomie +25%). Raportowane YTD dane oznaczają rekordowy 1Q w wynikach grupy pod względem sprzedaży i zysku. Sprzedaż za 1Q 2012 wyniosła około 651 mln PLN (+30,1% r/r), marża brutto na sprzedaży 52,5% (+2,7p.p. r/r). Szacowany wynik operacyjny może wynieść za 1Q 2012 ponad 40 mln PLN (prawie 4x wyższy r/r) a wynik netto bez szacowania różnic kursowych może być nawet około 2,4x wyższy r/r (ponad 30 mln PLN). Po danych widzimy potencjał do podniesienia prognozy zysku netto za 2012.

Podwyższony kapitał zakładowy

Kapitał zakładowy został podwyższony z 3 555 468 PLN do 3 559 328 PLN, w wyniku zgłoszenia oświadczeń o zamianie obligacji serii A i objęcia akcji serii K przez obligatariuszy w ramach zarejestrowanego warunkowego kapitału zakładowego i rejestracji 1 930 akcji zwykłych na okaziciela serii K. Do obrotu od 8.03.2012 dopuszczonych zostało 1 930 (akcji zwykłych na okaziciela serii K spółki LPP SA o wartości nominalnej 2 (dwa) złote każda).

Transakcje na akcjach

Magdalena Piechocka zbyła 64 akcji przy cenie 2600 PLN za jedną akcję.

Aneks do umowy kredytowej

Spółka podpisała aneks do umowy kredytowej zawartej z PKO BP, na mocy którego przesunięty został termin spłaty części raty kredytu z 30.03.2012 roku na 30.06.2012. Intencją stron jest zawarcie w 1H 2012 umowy kredytu inwestycyjnego z przeznaczeniem środków na intensywny rozwój sieci salonów w latach 2012-2013.



NFI EMF (Trzymaj)

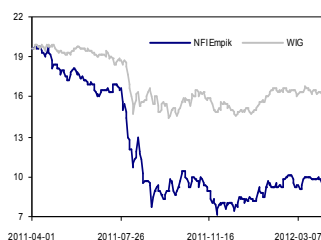
Cena bieżąca: 9,59 PLN

Cena docelowa: 8,8 PLN

Analitik: Gabriela Borowska

Data ostatniej aktualizacji: 2011-12-29

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 908,2	3 224,5	10,9%	3 341,4	3,6%	3 551,5	6,3%	Liczba akcji (mln)	104,0
EBITDA	246,1	242,7	-1,4%	257,9	6,3%	297,5	15,4%	MC (cena bieżąca)	997,7
marża EBITDA	8,5%	7,5%		7,7%		8,4%		EV (cena bieżąca)	1 608,3
EBIT	141,6	116,1	-18,0%	128,2	10,5%	170,2	32,7%	Free float	39,9%
Zysk netto	74,8	79,6	6,5%	52,0	-34,7%	88,4	69,9%		
P/E	13,3	12,5		19,2		11,3		Zmiana ceny: 1m	1,8%
P/CE	5,6	4,8		5,5		4,6		Zmiana ceny: 6m	-6,9%
P/BV	2,1	1,7		1,6		1,4		Zmiana ceny: 12m	-51,3%
EV/EBITDA	5,4	5,7		6,2		5,2		Max (52 tyg.)	19,8
Dyid (%)	0,2	4,2		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	7,2



Wycena rynkowa spółki nie zareagowała na słabe wyniki 2011 z powodu oczekiwanego przez rynek wezwania do sprzedaży akcji. NFI EMF zapowiada, że w 2012 wyniki grupy będą słabe głównie ze względu na dalszą restrukturyzację segmentu modowego oraz ze względu na koszty związane z zamykaniem sklepów w tym segmencie (prawie 50 mln PLN łącznie wynikających z odpisów oraz kar umownych). Od strony wyników 2012 i obecnie prowadzonej restrukturyzacji nie widzimy podstaw do podnoszenia wyceny natomiast uważamy, że w kolejnych latach nowy akcjonariusz może wygenerować istotne oszczędności. Dlatego naszym zdaniem główny akcjonariusz wzywający do sprzedaży akcji powinien zapłacić premię za przejęcie kontroli nad spółką. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Penta Investments i Eastbridge wzywają do sprzedaży 39,6% NFI EMF, po 9,85 PLN

Wzywający chcą mieć 100% akcji Empiku i planują wycofać spółkę z giełdy. Zapisy będą przyjmowane od 2 kwietnia do 8 maja. W zależności od liczby akcji nabytych w wezwaniu, Penta może nabyć od Eastbridge dodatkowe akcje EM&F (do około 13% wszystkich akcji) po cenie z wezwania. NFI EMF po oczyszczeniu o wycenę opcji, sprzedaż udziałów EPCD i strukturę podatkową zrealizował w 2011 około 17,7 mln PLN zysku netto (-76% r/r). Kurs EMF nie zareagował na słabe wyniki ponieważ rynek spodziewał się wezwania. Nasza prognoza na 2012 (52,0 mln PLN) nie zawiera odpisów związanych z zamknięciami sklepów marki Peacocks, które mogą wynieść nawet 48 mln PLN (28 mln PLN niezamortyzowany majątek, pozostałe to kary za rozwiązanie umów i inne koszty). Takie odpisy nawet przy założeniu umocnienia PLN skonsumują większość wyniku netto, dlatego nie widzimy potencjału do wzrostu zysku grupy w 2012 mimo trwającej restrukturyzacji segmentu modowego ponieważ jej efekty rozłożą się w czasie. Fundamentalnie ze strony spółki nie mamy podstaw do zmiany wyceny dlatego naszym zdaniem cena w wezwaniu bliska wartości godziwej.

Weltbild zwiększa aktywność w Polsce

Niemiecka firma księgarska do 2015 chce zwiększyć sieć sprzedaży o 20 placówek. Spółka idzie też w kierunku e-book'ów, w kwietniu do sprzedaży wprowadzony będzie TrekStor, który od marca można już kupić w Empiku. Obecnie spółka Weltbild ma 45 księgarń w Polsce, placówki Empiku to 180 lokalizacji.

Stanowisko Zarządu dotyczące wezwania

Zarząd przekazał swoje stanowisko dotyczące wezwania ogłoszonego przez Penta Investments i Eastbridge. Zdaniem Zarządu proponowana cena w wezwaniu odpowiada wartości godziwej spółki.



NG2 (Kupuj)

Cena bieżąca: 56,8 PLN

Cena docelowa: 54 PLN

Analityk: Gabriela Borowska

Data ostatniej aktualizacji: 2011-12-29

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 028,6	1 092,5	6,2%	1 238,3	13,4%	1 359,1	9,8%	Liczba akcji (mln)	38,4
EBITDA	151,3	184,8	22,1%	219,3	18,7%	262,1	19,5%	MC (cena bieżąca)	2 181,1
marża EBITDA	14,7%	16,9%		17,7%		19,3%		EV (cena bieżąca)	2 368,3
EBIT	129,1	160,5	24,3%	189,5	18,0%	230,0	21,4%	Free float	0,0%
Zysk netto	117,9	123,7	4,9%	143,6	16,1%	178,7	24,4%		
P/E	18,5	17,6		15,2		12,2		Zmiana ceny: 1m	5,2%
P/CE	15,6	14,7		12,6		10,3		Zmiana ceny: 6m	38,5%
P/BV	5,2	4,4		3,8		3,3		Zmiana ceny: 12m	-2,9%
EV/EBITDA	14,9	13,1		10,8		8,8		Max (52 tyg.)	61,0
Dyid (%)	1,8	2,6		3,3		4,3		Min (52 tyg.)	35,1



NG2 pozytywnie zaskoczyło wynikami sprzedaży za 1Q 2012. Wyniki sprzedażowe były lepsze od oczekiwań mimo iż same oczekiwania były wysokie. Spółka do średnio udanych pod względem sprzedaży może zaliczyć dwa ostatnie lata, co oznacza, że tu efekt bazy powinien być widoczny mocniej niż np. u LPP. Wysokie wolumeny i wartość sprzedaży są realizowane przy niższych r/r procentowych marżach. W samym 1Q 2012 spodziewamy się wyniku EBIT na poziomie 10 mln PLN (wobec 2 mln PLN straty w 1Q 2011). Widzimy potencjał do podwyższenia prognozy zysku na 2012, naszym zdaniem NG2 może w 2012 pobić nasze prognozy oraz zapowiadane przez Zarząd 150 mln PLN. Dlatego mimo wzrostu kursu podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wysoka dynamika sprzedaży za marzec

Skonsolidowane przychody ze sprzedaży za marzec wyniosły 129,4 mln PLN i były wyższe r/r o 29,1%. Przychody za okres styczeń - marzec wyniosły 256,2 mln PLN i były wyższe r/r o 38,6%. Przychody ze sprzedaży detalicznej za marzec wyniosły 117,0 mln PLN i były wyższe r/r o 41,6%. Narastająco za okres styczeń - marzec wyniosły 223,6 mln PLN i były wyższe o 46,1% r/r. Wiadomość pozytywna. Dynamika sprzedaży za marzec jest powyżej naszych oczekiwań. W całym 1Q 2011 pozytywna jest wysoka dynamika sprzedaży detalicznej. Po danych można wstępnie oszacować, że wynik operacyjny w 1Q 2012 powinien wynieść około 10 mln PLN (2 mln PLN straty w 1Q 2011), a wynik netto bez uwzględniania różnic kursowych kilka mln PLN (wobec 6,2 mln PLN straty za 1Q 2011). Po danych widzimy potencjał do podniesienia prognozy zysku netto za 2012.

Nowy Członek Rady Nadzorczej

NWZA powołało Pana Adama Szczepanika na Członka Rady Nadzorczej.

Konkurencyjne Kari otworzy 30 sklepów w 2012

Nowa sieć obuwnicza na polskim rynku - Kari - otworzy sklepy we Wrocławiu (350 m2) i Bełchatowie (270 m2). Rosyjski biznesmen Igor Yakovlev, właściciel sieci, zapowiada ekspansję na polskim rynku. W 2012 zamierza otworzyć 30 salonów w najlepszych galeriach handlowych w Polsce. Salony sieci Kari oferują obuwie i akcesoria w atrakcyjnych cenach. Igor Yakovlev wcześniej działał w segmencie wyposażenia gospodarstwa domowego, a sieć Kari to nowy projekt, który dopiero powstaje. W 2012 ma być otwartych 150 sklepów w Rosji, na Ukrainie, Polsce i Kazachstanie. Przy dużej skali działalności NG2 w Polsce nowa sieć w tym roku nie będzie jeszcze istotną konkurencją dla NG2.



Vistula (Trzymaj)

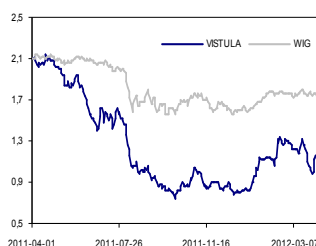
Cena bieżąca: 1,09 PLN

Cena docelowa: 0,9 PLN

Analityk: Gabriela Borowska

Data ostatniej aktualizacji: 2011-11-21

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	353,9	387,7	9,5%	418,6	8,0%	461,2	10,2%	Liczba akcji (mln)	111,6
EBITDA	39,2	39,1	-0,2%	44,0	12,6%	49,3	11,8%	MC (cena bieżąca)	121,6
marża EBITDA	11,1%	10,1%		10,5%		10,7%		EV (cena bieżąca)	353,7
EBIT	23,3	25,3	8,9%	31,4	24,1%	37,5	19,4%	Free float	44,8%
Zysk netto	1,7	0,0	-99,6%	6,9		11,7	70,8%		
P/E	73,1	20 265,2		17,7		10,4		Zmiana ceny: 1m	-10,7%
P/CE	6,9	8,8		6,2		5,2		Zmiana ceny: 6m	34,6%
P/BV	0,4	0,4		0,4		0,4		Zmiana ceny: 12m	-47,6%
EV/EBITDA	8,9	8,8		8,0		7,2		Max (52 tyg.)	2,1
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	0,7



Vistula pokazała wyniki za 2011 nieznacznie powyżej naszych oczekiwań (wynik zbliżony do zera przy prognozowanej przez nas stracie netto) raportując dwucyfrowe dynamiki sprzedaży na średni m2 powierzchni we wszystkich segmentach działalności, ale też gorszą rentowność brutto. Celem Zarządu na 2012 jest wygenerowanie wyniku netto na poziomie 10 mln PLN, co uważamy za ambitne ale osiągalne. W realizacji celu ma spółce pomóc emisja akcji, z której pozyskane 20 mln PLN ma zostać zainwestowane w zapasy segmentu jubilerskiego, co powinno wesprzeć LFL przed najlepszym okresem w sprzedaży w roku, czyli 4Q 2012. Naszym zdaniem niedoinwestowany jeśli chodzi o zapasy jubilerski W. Kruk może pozytywnie zaskoczyć wynikami, jeśli salony będą miały więcej towaru. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Wyniki 4Q 2011 dobre i powyżej konsensusu

Vistula zaraportowała w 4Q 2011 sprzedaż na poziomie 121,8 mln PLN (+13% r/r, na poziomie naszych prognoz). Marża brutto na sprzedaży wyniosła 54% i była o 2p.p. niższa r/r i od naszych prognoz. Procentowa marża brutto na sprzedaży była niższa w obu segmentach -4p.p. w odzieży i -1p.p. w segmencie jubilerskim. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu (SGA) wyniosły 49,2 mln PLN (+1% r/r) były niższe od naszych prognoz i tym samym wynik na sprzedaży był wyższy r/r o 45% i 9% od naszych oczekiwań. Pozostała działalność operacyjna dodała do wyniku 0,4 mln PLN i EBIT wzrósł +42% r/r. Saldo działalności finansowej -4,0 mln PLN było niższe od oczekiwań ze względu na 2,8 mln PLN przychodów finansowych (wycena kredytu i zysk ze zbycia inwestycji). Wysoka stopa podatku 20% obniżyła wynik netto do 10,9 mln PLN za 4Q 2011 (+97% r/r i +17% do naszych prognoz). Pozytywny jest wzrost sprzedaży w segmencie odzieżowym zrealizowany mimo spadku powierzchni handlowej (+17% na średnim m2). Negatywny jest spadek procentowej marży segmentu o -4p.p. r/r. Podobnie było w segmencie jubilerskim, sprzedaż na średni m2 powierzchni zwiększyła się r/r o 9%, marża spadła jednak o -1p.p. Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej wyniosły w 4Q 2011 9,8 mln PLN (-34% r/r), dług netto na koniec roku wyniósł 222,7 mln PLN (wobec 228,4 mln PLN na koniec 2010 i 234,6 mln PLN na koniec 3Q 2011). Spółka nadal miała problem z utrzymaniem rentowności, na co wpływały wyższe koszty surowców i sytuacja na rynku walutowym, pozytywnie jest utrzymanie kontroli nad SGA (wzrost na średni m2 r/r o 3% wobec wzrostu sprzedaży na średni m2 o 15% r/r). Wyniki oceniamy jako dobre.

Emisja i nowe cele Zarządu

Vistula planuje emisję do 22,3 mln akcji z prawem poboru (cena emisyjna nie jest podana). Nowe cele Zarządu to m.in.: 10 mln PLN zysku netto za 2012, 15 mln PLN za 2013 i 20 mln PLN za 2014. Wiadomość o emisji zgodna z oczekiwaniami. Spółka potrzebuje około 20 mln PLN na kapitał obrotowy jubilerskiego W. Kruk, gdzie jest za mało zapasów. Cele Zarządu co do zysku netto na 2012-2014 uważamy za ambitne, ale realne.

Zastaw na zapasach

Vistula dokonała zastawu rejestrowego na rzecz obligatariuszy na aktywach (na zapasach handlowych z branży jubilerskiej), których szacunkowa wartość netto na dzień zawarcia umowy zastawu rejestrowego wynosi 50,0 PLN.

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

Departament Analiz:

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

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

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

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

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

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

Piotr Zybała tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybaladibre.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:

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

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

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

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

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

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

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

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

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

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

„Prywatny Makler”

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

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

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

GTC

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2012-01-23	2012-01-24
kurs z dnia rekomendacji	8,84	9,00
WIG w dniu rekomendacji	39518,87	39660,19

LPP

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Akumuluj	Kupuj
data wydania	2011-10-06	2011-10-19	2011-11-04	2012-01-23
kurs z dnia rekomendacji	1850,50	1900,00	2150,00	2017,50
WIG w dniu rekomendacji	37496,93	39837,96	41313,92	39518,87

NETIA

rekomendacja	Trzymaj
data wydania	2012-01-23
kurs z dnia rekomendacji	5,66
WIG w dniu rekomendacji	39518,87

PKO BP

rekomendacja	Kupuj	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2011-09-05	2012-01-19	2012-03-05
kurs z dnia rekomendacji	34,54	32,89	34,49
WIG w dniu rekomendacji	40544,28	39056,43	41639,72

ULMA CP

rekomendacja	Kupuj	Akumuluj
data wydania	2011-08-04	2012-01-23
kurs z dnia rekomendacji	68,60	60,70
WIG w dniu rekomendacji	44536,67	39518,87

ZA PUŁAWY

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2011-09-06	2011-09-26
kurs z dnia rekomendacji	91,00	85,00
WIG w dniu rekomendacji	38992,56	36549,47

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

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

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgowa

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

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

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

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

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

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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

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

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

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie 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 BS, BOŚ, Erbud, Es-System, KRUK, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Robyg, ZUE.

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

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

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Kruk, Solar Company.

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

Niniejszy Przegląd Miesięczny zawiera tylko i wyłącznie informacje uprzednio już opublikowane przez DI BRE Banku S.A. i stanowi jedynie ich zbiorcze i niezmienione udostępnienie. Informacje, w tym rekomendacje, o których mowa w Przeglądzie Miesięcznym zostały zamieszczone w oddzielnych raportach, których daty wydania znajdują się na stronie 11 Przeglądu Miesięcznego. Zestawienie zmian rekomendacji, dokonanych w Przeglądzie Miesięcznym, znajduje się na stronie 12 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.