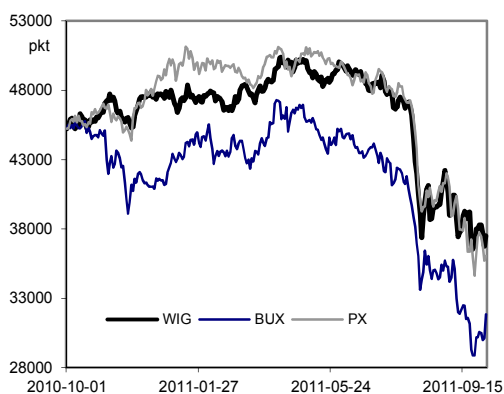




## Rynek akcji Makroekonomia

<b>WIG</b>	<b>37 497</b>
Średnie P/E 2011	9,4
Średnie P/E 2012	8,5
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	1 031 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  
(+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 Zybala  
(48 22) 697 47 01  
piotr.zybala@dibre.com.pl

#### Komentarz makroekonomiczny Makroekonomiści BRE Banku

# Przegląd miesięczny

## Październik 2011

### Rynek akcji

W tym miesiącu Trojka ma przedstawić strategię związaną z rozwiązaniem kryzysu zadłużenia w Europie. W kontekście obecnego poziomu wycen i powszechnie panującego pesymizmu (krótkie pozycje) pozytywne przyjęcie strategii powinno wywołać silne wzrosty cen akcji do końca roku. Kolejne - po propozycjach przedstawianych we wrześniu - rozczarowanie będzie dla rynku destrukcyjne. Wierzmy w pozytywny scenariusz.

### Ze spółek

**Banki.** Kluczowy dla notowań banków pozostaje rynek walutowy, a w szczególności kursy EURPLN i CHFPLN. Przy braku jednoznacznego umocnienia się PLN, zalecamy inwestycje w walory ING BSK oraz Pekao, jako banków najmniej narażonych na negatywne konsekwencje słabego PLN.

**Paliwa.** Osłabienie złotego spowoduje zaksięgowanie w 3Q znaczących ujemnych różnic kursowych w rafineriach, ale będą one miały w dużym stopniu charakter księgowy. W ujęciu gotówkowym obecne tendencje na rynku walutowym najbardziej szkodzą PGNiG.

**Energetyka.** Polski sektor energetyczny nie spełniał w ostatnich miesiącach funkcji bezpiecznej przystani, ale w naszej opinii powinien to nadrobić po uspokojeniu nastrojów, gdyż obserwowane spowolnienie obciąża jego wyniki w dużo mniejszym stopniu, niż w innych sektorach.

**Telekomunikacja.** Akwizycje przeprowadzone przez Netię (Dialog, Crowley) w kontekście zapłaconej ceny oceniamy neutralnie. Wycena przejmowanych aktywów opiera się, na założeniu dostarczenia silnego efektu synergii.

**Media.** Najdroższą a jednocześnie najbardziej wrażliwą na negatywny scenariusz makroekonomiczny wydaje się TVN. W przypadku Agory zsumowana wartość poszczególnych segmentów jest około 50% wyższa od obecnej kapitalizacji spółki.

**Informatyczne.** Nowe kontrakty w Sygnity dają nadzieję na kontynuację poprawy wyników w kolejnych kwartałach. Asseco Poland i Sygnity mogą być dużymi beneficjentami projektu e-zdrowie.

**Górnictwo i metale.** Po relatywnej sile w poprzednich miesiącach, wrzesień złamał sentyment i skłonił inwestorów do zajęcia krótkich pozycji (miedź). Scenariusz na kolejne miesiące jak dla rynku akcji.

**Przemysł.** Spadające ceny zbóż i cukru psują sentyment dla spółek z regionu Ukrainy. Oczekujemy poprawy sentymentu dla akcji Cersanitu.

**Budownictwo.** Liczymy na poprawę sentymentu do sektora pod koniec roku (dodatnie przepływy pieniężne w Q4 2011; wybór oferty na budowę bloku w Opolu, otwarcie kopert w przetargu na blok w Koźmicach).

**Deweloperzy.** Silne Euro oznacza dodatnie rewaluacje u deweloperów komercyjnych. W dłuższej perspektywie to szansa na znaczne zyski gotówkowe (sprzedaż nieruchomości oraz wyższe przychody z czynszów).

**Handel.** Dane za wrzesień zapowiadają bardzo dobre wyniki 3Q 2011 dla LPP, podnosimy rekomendację do kupuj. Pozostałe spółki odzieżowe czekają na jesień i chłodny 4Q 2011. Branży nie sprzyja słaby PLN.

**Rekomendacje.** W raporcie miesięcznym podwyższamy rekomendację dla spółek: Astarta (Trzymaj), Elektrobudowa (Kupuj), Enea (Kupuj), Kredyt Bank (Trzymaj), LPP (Kupuj), obniżamy zalecenie inwestycyjne dla: Handlowy (Trzymaj) oraz zawieszamy rekomendację dla spółki Comarch.

## Spis treści

<b>1. Rynek akcji</b>	<b>4</b>
<b>2. Makroekonomia</b>	<b>9</b>
<b>3. Aktualne rekomendacje DI BRE</b>	<b>12</b>
<b>4. Statystyki rekomendacji</b>	<b>13</b>
<b>5. Banki</b>	<b>14</b>
5.1. Getin	15
5.2. Handlowy	17
5.3. ING BSK	18
5.4. Kredyt Bank	19
5.5. Millennium	20
5.6. Pekao	21
5.7. PKO BP	22
<b>6. Ubezpieczyciele</b>	<b>24</b>
6.1. PZU	24
<b>7. Usługi finansowe</b>	<b>25</b>
7.1. Kruk	25
<b>8. Paliwa, chemia</b>	<b>26</b>
8.1. Ciech	27
8.2. Lotos	28
8.3. PGNiG	29
8.4. PKN Orlen	31
8.5. Police	32
8.6. ZA Puławy	33
<b>9. Energetyka</b>	<b>34</b>
9.1. CEZ	35
9.2. Enea	36
9.3. PGE	37
9.4. Tauron	38
<b>10. Telekomunikacja</b>	<b>39</b>
10.1. Netia	39
10.2. TP SA	40
<b>11. Media</b>	<b>41</b>
11.1. Agora	41
11.2. Cinema City	42
11.3. Cyfrowy Polsat	43
11.4. TVN	44
<b>12. IT</b>	<b>46</b>
12.1. AB	46
12.2. Action	47
12.3. ASBIS	47
12.4. Asseco Poland	48
12.5. ComArch	50
12.6. Sygnity	51
<b>13. Górnictwo i metale</b>	<b>53</b>
13.1. JSW	53
13.2. KGHM	54
13.3. LW Bogdanka	55
<b>14. Przemysł</b>	<b>56</b>
14.1. Astarta	57
14.2. Boryszew	59
14.3. CEDC	60
14.4. Centrum Klima	61
14.5. Cersanit	62
14.6. Famur	64
14.7. Impexmetal	65
14.8. Kernel	66
14.9. Kęty	68
14.10. Kopex	69
14.11. Mondi	71
<b>15. Budownictwo</b>	<b>72</b>
15.1. Budimex	74
15.2. Elektrobudowa	75
15.3. Erbud	76
15.4. Mostostal Warszawa	77
15.5. PBG	78
15.6. Polimex Mostostal	79
15.7. Rafako	80



15.8.	Trakcja Tiltra .....	81
15.9.	Ulma Construcción Polska .....	82
15.10.	Unibep .....	82
15.11.	ZUE.....	83
<b>16.</b>	<b>Deweloperzy .....</b>	<b>84</b>
16.1.	BBI Development .....	85
16.2.	Dom Development .....	86
16.3.	Echo Investment .....	87
16.4.	GTC .....	89
16.5.	J.W. Construction.....	90
16.6.	P.A. Nova.....	92
16.7.	Polnord .....	92
16.8.	Robyg .....	93
<b>17.</b>	<b>Handel .....</b>	<b>94</b>
17.1.	Eurocash .....	97
17.2.	LPP .....	98
17.3.	NFI Empik .....	99
17.4.	NG2 .....	100
17.5.	Vistula .....	101

## Rynek akcji

Brak oczekiwanych działań ze strony instytucji decydujących o rozwiązaniu kwestii kryzysu zadłużeniowego w Europie spowodowały, że wrzesień przyniósł kapitulację sentymentu wśród inwestorów. Wskaźnik optymistów dla indeksu S&P500 obniżył się do 32% przy wzroście udziału pesymistów do 47%. Brak wiary w uniknięcie recesji w Strefie Euro a w efekcie obniżenie tempa wzrostu gospodarki światowej, przełożyły się również na rynki surowcowe, które dotychczas wykazywały dużą odporność. Strach przed konsekwencjami sytuacji w Europie jest tak duży, że kolejne lepsze dane makro z gospodarki amerykańskiej, czy chińskiej (wskaźniki wyprzedzające, dane z rynku pracy) zostały praktycznie zignorowane. Grecja jest już bankrutem, o czym wszyscy obserwatorzy rynku wiedzą od wielu miesięcy. Obawy dotyczą dziś przede wszystkim sektora bankowego, który bez pomocy publicznej może „nie przeżyć zawału”. Pierwszym przykładem ofiary kryzysu greckiego jest francusko-belgijski bank Dexia, któremu rządy udzieliły gwarancji na kilkadziesiąt mld EUR.

Patrząc na wyceny spółek na głównych rynkach światowych można śmiało powiedzieć, że w wycenach akcji zdyskontowany jest scenariusz co najmniej płytkiej recesji w EZ i stagnacji gospodarki amerykańskiej. Średnie P/E dla DAX na poziomie 7, czy relacja rentowności 10Y obligacji amerykańskich do stopy zysków spółek z S&P500 na poziomie 0,24 (najniższy poziom od lat '50) świadczy o głębokiej niewierze w utrzymanie obecnej zyskowności spółek. Dy płacony średnio przez spółki z S&P500 wynosi 2,3%, tj. więcej niż rentowność 10Y. Przed kryzysem finansowym zapoczątkowanym przez upadek LB, średnie P/E dla DAX wynosiło 14, co oznaczałoby, że inwestorzy zdyskontowali już 50% spadek EPS indeksu.

W tym świetle i biorąc pod uwagę nadal relatywnie dobre zachowanie się gospodarki amerykańskiej, nadal uważamy, że końcówka roku może być dobra dla rynku akcji. Jeżeli, zgodnie z zapowiedziami, Trojka (IMF, UE, ECB) przedstawi w najbliższych dniach sensowny program rozwiązania problemu Grecji (może również Portugalii) oraz program wsparcia banków, fatalny dziś sentyment do akcji i surowców diametralnie się zmieni. Dobrze przyjęty program pomocowy powinien mieć również przełożenie na wskaźniki wyprzedzające dla gospodarki. W pierwszej reakcji powinno oznaczać to zamykanie krótkich pozycji i silny ruch indeksów do góry. W scenariuszu, kiedy program Trojki zawodzi ....

### Wrzesień miesiącem inicjatyw naprawczych i rozczarowań, Europa nadal bez kluczowych decyzji

Wrzesień obfitował w inicjatywy mające pozwolić na zażegnanie ryzyka kolejnej recesji, ale w większości okazały się niewystarczające. Chodzi przede wszystkim o działania polityków, którzy nadal nie są w stanie uspokoić rynków finansowych. We wrześniu miała zostać ogłoszona strategia dotycząca rozwiązania problemu kryzysu zadłużeniowego w Europie. Tymczasem, pojawiające się propozycje są niepełne, często spóźnione w odniesieniu do bieżącej sytuacji a przede wszystkim pokazują brak zintegrowanych działań głównych decydentów: Niemiec, Francji, ECB, IMF.

Za oceanem oczekiwania dotyczyły działań ze strony FED i administracji Obamy. Rozczarowaniem można nazwać deklarację FED, dotyczącą rozpoczęcia zmiany struktury bilansu FED, który zapowiedział sprzedaż krótkich obligacji (do 3 lat) i przeznaczenie pozyskanych w ten sposób 400 mld USD na zakup obligacji o terminie zapadalności 6-30 lat (operacja twist). Było to minimum oczekiwane przez rynek, który liczył również na kolejną fazę luzowania polityki monetarnej. Lepiej wypadł program pomocowy zaproponowany przez Prezydenta Obamę, który zakłada przeznaczenie 447 mld USD na poprawienie sytuacji na rynku pracy, m.in. poprzez obniżki podatków i wydatki infrastrukturalne. Problem z programem polega na tym, że inwestorzy od razu przyjęli, że nie zostanie on zaakceptowany przez republikanów.

Kolejną z podjętych inicjatyw była decyzja największych banków centralnych: USA, ECB, Szwajcarii, Anglii i Japonii dotycząca udostępnienia nieograniczonej płynności (po stałej stopie) w USD (z terminem zapadalności do 3 miesięcy). Ma to zniwelować ryzyko występujące w ostatnich tygodniach, dotyczące ograniczonej dostępności finansowania w USD (przez banki amerykańskie) dla banków europejskich, borykających się z kryzysem w krajach peryferyjnych. To niezwykle istotny ruch, ale nie rozwiązujący sedna problemu. Europa ciągle nadal potrzebuje programu, który wyeliminuje źródła kryzysu i ustabilizuje sytuację gospodarczą, przede wszystkim skali zadłużenia (ratyfikacja EFSF, restrukturyzacja zadłużenia Grecji, pakiety cięć fiskalnych w pozostałych krajach).

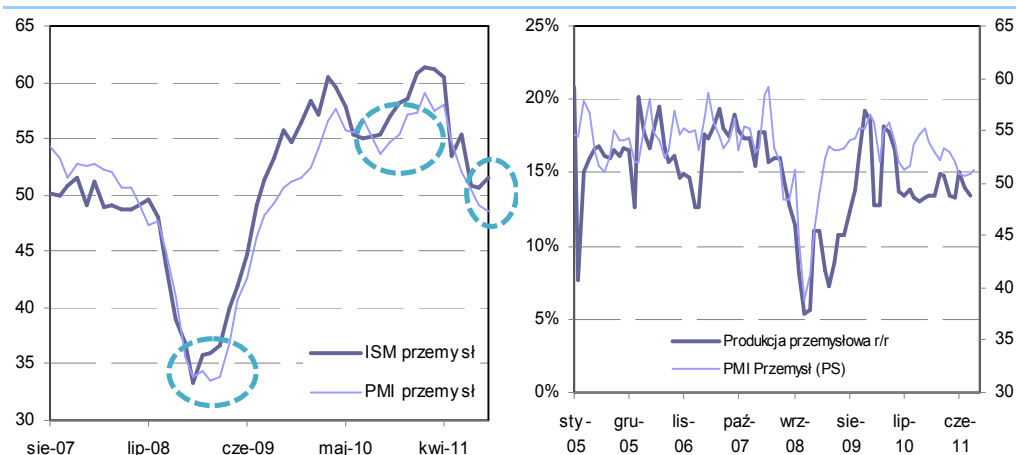
### Co obecnie mówią wskaźniki wyprzedzające?

Pierwszym symptomem pogorszenia koniunktury w tym roku był silny spadek poziomu wskaźników wyprzedzających dla przemysłu w USA a następnie w Europie. Głównym

powodem miało być trzęsienie ziemi w Japonii i zerwanie łańcucha dostaw. Tu jednak pojawiła się eskalacja kryzysu zadłużeniowego w Europie, która popchnęła sentyment a więc i wskaźniki wyprzedzające w wyraźny trend spadkowy. Jak dotąd apogeum negatywnego trendu na ISM miało miejsce w sierpniu, kiedy badanie zbiegło się z obniżeniem ratingu USA przez agencję S&P. Odczyty wskaźnika na poziomie zaledwie 50,6 pkt. (nadal „tylko” na granicy recesji) nie potwierdzały lepsze niż oczekiwano dane o zamówieniach na dobra trwałe (spadek zaledwie o 0,1% po 4,1% wzroście w lipcu). Również dobrze prezentował się sierpniowy odczyt ISM dla usług (53,3, +0,6 m/m). Wrześniowy odczyt ISM był lepszy od oczekiwań i wyniósł 51,6 przy czym poszczególne jego składowe nie zachwycają. Wzrost odbył się w komponencie opisującym bieżącą produkcję (51,2 vs. 48,6) oraz zatrudnienie (53,8 vs. 53,8). Niepokoi już trzeci miesiąc z rzędu stabilizacja indeksu nowych zamówień na poziomie 49 punktów a także coraz niższe wskazania indeksu opóźnień w realizacji zamówień. Nie zmienia to faktu, że gospodarka amerykańska nadal wykazuje wzrost i nic nie wskazuje, że w 4Q miałyby wejść w recesję. Sytuacja w USA jest o tyle komfortowa, że w tyle gospodarki stoi FED, który deklaruje, że w przypadku pogłębienia się spowolnienia będzie interweniował (QE3).

Znacznie trudniejsza sytuacja ma miejsce w Europie, gdzie wskaźniki wyprzedzające utrzymują się poniżej poziomu 50 punktów już drugi miesiąc z rzędu, co właściwie przesądza - na razie tylko płytką - recesję w ostatnim kwartale 2011 roku. Biorąc pod uwagę, skalę kryzysu zadłużeniowego i brak jak w przypadku USA zintegrowanych działań monetarnych i fiskalnych. Wydaje się również, że droga wychodzenia z kryzysu zadłużeniowego przyjęta przez USA, tj. stymulowanie gospodarki a nie jak w Europie cięcie wydatków, bardziej przemawia do inwestorów. Zwracamy jednak uwagę, że w ostatnich trzech latach ISM dla amerykańskiego przemysłu dosyć skutecznie przepowiadał (z 1-2 miesięcznym wyprzedzeniem) odwrócenie się wskaźnika dla przemysłu w Strefie Euro.

### ISM dla przemysłu amerykańskiego na tle PMI dla przemysłu w Strefie Euro (L) i PMI dla przemysłu chińskiego na tle dynamiki produkcji przemysłowej (P)



Źródło: Bloomberg

We wrześniu nieco lepsze wskazania na wskaźnikach wyprzedzających pojawiały się wreszcie w Chinach. PMI dla przemysłu wzrósł we wrześniu do 51,2 z 50,9 w sierpniu. Jest to już drugi z rzędu niewielki wzrost jego wartości i może wskazywać, że okres spowolnienia gospodarki dobiega końca. Spadek cen surowców oraz wyhamowanie tempa wzrostu podaży pieniądza powinny zmniejszyć presję inflacyjną a w efekcie wycofanie się chińskich władz z procesu zacieśniania polityki monetarnej.

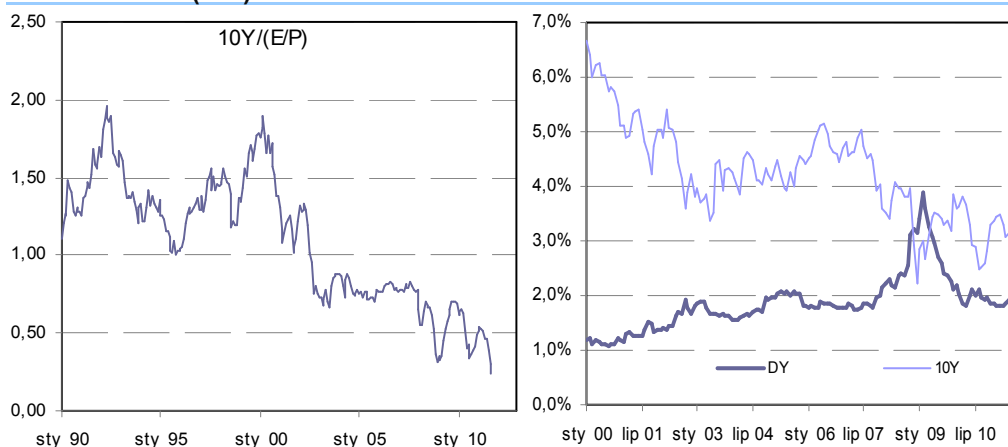
### Wyceny już bardzo atrakcyjne, w cenach obniżenie zysków o kilkadziesiąt %

Już w poprzednich raportach miesięcznych, odnosząc się do rynku niemieckiego, pisaliśmy że ceny akcji są już bardzo atrakcyjne i dyskontują kilkadziesiątprocentowe obniżenie zysków. Przy załamaniu się sentymentu i powszechnej obawy o przyszły poziom EPS, w krótkim okresie dywagacje na temat wycen mają charakter akademicki, tym niemniej przy pozytywnych decyzjach politycznych dotyczących głównych czynników ryzyka (kryzys zadłużeniowy w Europie) stanowią podstawę do silnych wzrostów cen akcji.

Na koniec września P/E dla S&P500 (wyniki za ostatnie 12 miesięcy) wynosiło 12,3 i było nadal wyższe niż w dołku poprzedniej bessy, kiedy spadło do 11 (w efekcie pogorszenia wyników spółek wzrosło do 22 w listopadzie 2009). Sam wskaźnik może nie pozwala na stawianie tezy o szczególnej atrakcyjności rynku akcji, ale po uwzględnieniu alternatywy jaką są obligacje długo (poniżej 2%) i krótkoterminowe, już tak. Relacja rentowności obligacji 10Y i stopy zysków (odwrotność P/E) jest najniższa od początku lat '50.

Innym wskaźnikiem dobrze oddającym atrakcyjność wycen spółek z S&P jest relacja *dividend yield* (DY), który obecnie wynosi 2,3%, do rentowności obligacji 10Y (1,9%). Średni poziom DY oznacza, że inwestorzy bez trudu mogą znaleźć spółki dające DY na poziomie 3,4 a nawet 5%.

### S&P500 - 10Y/(E/P) i DY na tle 10Y

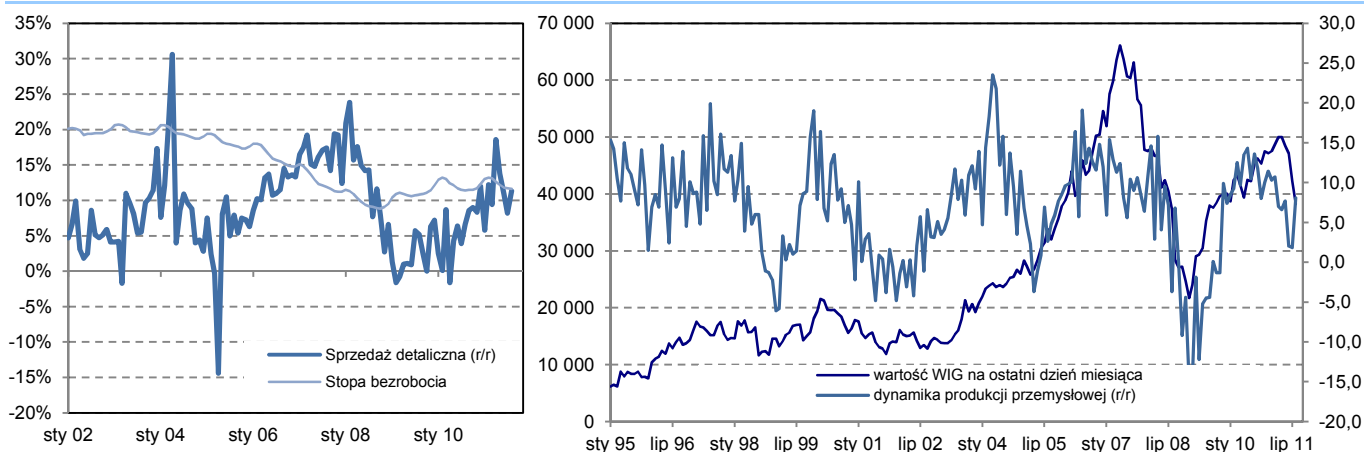


Źródło: Bloomberg

### Czy Polska ponownie zostanie „zieloną wyspą”?

Jak na razie dane spływające z polskiej gospodarki, pomimo, że w efekcie pogarszającej się sytuacji w Strefie Euro, która jest głównym odbiorcą polskiego eksportu, wytraciły pozytywne momentum to nadal wskazują, że realna sfera zachowuje się relatywnie silnie. Podobnie jak w poprzednich kwartałach odpowiada za to silny komponent wewnętrzny, który do pewnego stopnia chroni polską gospodarkę przed czynnikami zewnętrznymi. Nawet jeśli weźmiemy pod uwagę czynniki jednorazowe odnotowane w sierpniu (szerzej w części makroekonomicznej) to dynamika sprzedaży detalicznej czy produkcji przemysłowej zbliżona do 10% r/r w zestawieniu z ujemnymi wskazaniem w Strefie Euro robi wrażenie. Również dane dotyczące deficytu budżetowego i obrotów bieżących są lepsze niż w ur. Spośród danych makro najbardziej rozczarowują dane z rynku pracy, gdzie efekt sezonowego wzrostu zatrudnienia w okresie letnim był relatywnie słaby.

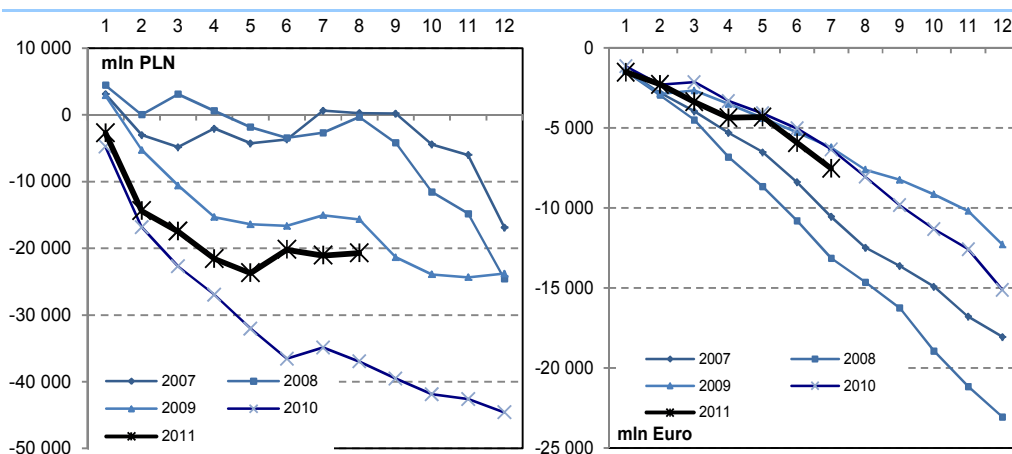
### Dynamika sprzedaży detalicznej na tle stopy bezrobocia (L) i dynamika produkcji przemysłowej na tle WIG (P)



Źródło: GUS

W negatywnym scenariuszu polska gospodarka z pewnością będzie kontynuowała spowolnienie, które tak naprawdę dopiero przed nami. Zapowiada to m.in. PMI dla przemysłu, który obniżył się do granicy 50 punktów. Nasi makroekonomiści nadal podtrzymują tegoroczną prognozę wzrostu PKB na poziomie 3,2%. Będzie to zapewne jeden z najsłabszych wzrostów w krajach UE.

## Deficyt budżetowy (L) i deficyt obrotów bieżących (P) w poszczególnych miesiącach



Źródło: GUS

### Przed sezonem wyników za 3Q

W październiku rozpoczyna się okres publikacji raportów za trzeci kwartał. Czy mogą być one ratunkiem dla giełd? Drugi kwartał, chociaż w wykonaniu spółek amerykańskich istotnie lepszy niż oczekiwano nie poprawił nastrojów wśród inwestorów, którzy skupili się na kryzysie zadłużeniowym w Europie. Dodatkowo wyniki spółek europejskich raczej rozczarowały. W przypadku 3Q tendencja może być podobna, z tą różnicą, że oczekiwania zostały już istotnie skorygowane w dół. Dużą niewiadomą pozostaje sektor bankowy, w którym jak pokazały ostatnie dni masowo pojawiają się ostrzeżenia o słabszych wynikach. Jeżeli w Europie zostaną podjęte działania wspierające sektor finansowy w przypadku ogłoszenia bankructwa Grecji wyniki spółek za 3Q notowanych na GPW powinny być wsparciem dla wycen akcji.

W 3Q spodziewamy się dobrych wyników sektora bankowego. Powód: rosnące stopy procentowe, rosnąca akcja kredytowa oraz dalsze obniżanie rezerw na kredyty konsumpcyjne i korporacyjne. W przypadku rezerw czynnikiem ryzyka pozostają kredyty hipoteczne. Nieco słabszych wyników sektora możemy oczekiwać na poziomie *tradingu*, dotyczy to przede wszystkim: ING, Handlowego, Pekao SA, PKO BP. W sektorze finansowym najsłabszych wyników oczekujemy w przypadku PZU, które zanotuje duże straty na działalności inwestycyjnej i rewaluacji portfela akcji.

Dobre wyniki powinny raportować również spółki chemiczne (jeszcze wysokie ceny nawozów i produktów chemicznych, spodziewamy się zmiany tej tendencji w kolejnych kwartałach - w związku ze spadkiem cen surowców rolnych) oraz energetyczne (utrzymanie pozytywnych trendów z poprzednich kwartałów, stabilny wzrost wolumenów). Nadal wysokie wolumeny sprzedaży raportują również spółki przemysłowe, wśród których na czoło wysuwają się eksporterzy. Dla nich osłabienie PLN w stosunku do EUR pozwoli na wzrost marż. Bardzo dobre wyniki zaraportują spółki górnicze. Średnie ceny metali czy węgla koksującego były niewiele niższe niż w poprzednim kwartale, pomoże osłabienie PLN w stosunku do USD – waluty w której sprzedawane lub do której odnoszone są ceny sprzedaży dla KGHM czy JSW. Nadal bez poprawy na poziomie przepływów z działalności operacyjnej w branży budowlanej. Jediną dużą spółką, która wykaże dodatnie CF będzie Budimex. Wyraźnej poprawy spodziewamy się dopiero w 4Q.

### Bilanse spółek są zdrowe

W okresie recesji poszukuje się spółek z silnymi bilansami, jako tych które nie tylko przetrwają dekonstrukcję, ale poprzez przejęcia słabszych podmiotów mogą wyjść z kryzysu wzmocnione. Poniżej prezentujemy zestawienie spółek z sektorów niefinansowych analizowanych przez DI BRE i informacje na temat poziomu zadłużenia (dług netto/EBITDA i dług netto/aktywa) na koniec 2009 roku (po kryzysie) i prognozę na koniec 2011.

## Wskaźniki zadłużenia dla spółek analizowanych przez DI BRE

Spółka	Dług netto / EBITDA		Dług netto / aktywa		Spółka	Dług netto / EBITDA		Dług netto / aktywa	
	2009	2011P	2009	2011P		2009	2011P	2009	2011P
AB	1,3	1,2	13%	10%	KĘTY	1,1	1,5	15%	21%
ACTION	0,9	1,2	9%	11%	KGHM	-0,3	-0,4	-7%	-18%
AGORA	-1,4	-1,6	-12%	-7%	KOPEX	1,7	1,7	11%	12%
ASBIS	2,0	3,3	2%	9%	KOMPUTRONIK	6,2	2,0	12%	12%
ASSECO POLAND	-0,3	-1,3	-4%	-12%	LOTOS	7,6	3,7	35%	31%
ASTARTA	1,7	0,4	36%	9%	LPP	0,8	0,4	17%	10%
LW BOGDANKA	-1,2	0,2	-17%	3%	MONDI	3,1	0,1	30%	1%
BBI DEVELOPMENT	-17,9	12,1	32%	28%	MOSTOSTAL WARSZAWA	-1,6	-2,2	-23%	-7%
BORYSZEW	2,8	1,1	29%	15%	NETIA	-0,8	-1,0	-10%	-16%
BUDIMEX	-3,8	-1,3	-25%	-12%	NFI EMF	1,0	1,9	9%	19%
CEDC	6,0	6,1	26%	33%	NG2	0,5	0,1	11%	3%
CENTRUM KLIMA	-0,6	0,1	-7%	2%	PA NOVA	-0,9	4,3	-10%	28%
CERSANIT	3,9	2,4	42%	23%	PBG	1,4	2,9	12%	18%
CEZ	1,4	2,0	25%	29%	PGE	-0,3	0,2	-5%	3%
CIECH	4,3	2,3	38%	22%	PGNiG	0,3	2,0	3%	15%
CINEMA CITY	1,8	-0,2	24%	-3%	PKN ORLEN	2,8	1,4	21%	14%
COMARCH	-1,9	-1,3	-12%	-12%	POLICE	-0,1	1,2	3%	15%
CYFROWY POLSAT	-0,1	-0,1	-4%	-6%	POLIMEX MOSTOSTAL	0,9	2,2	8%	14%
DOM DEVELOPMENT	2,5	1,5	18%	9%	POLNORD	6,2	7,7	33%	32%
ECHO INVESTMENT	8,3	4,8	39%	37%	RAFAKO	-3,7	-2,6	-32%	-20%
ELEKTROBUDOWA	0,0	-1,3	0%	-15%	ROBYG	62,7	4,4	52%	20%
EMPERIA HOLDING	1,8	1,9	15%	18%	SYGNITY	0,1	0,0	-1%	0%
ENEA	-2,1	-1,6	-20%	-18%	TAURON	0,3	0,2	3%	3%
ERBUD	-2,0	-2,0	-23%	1%	TELEKOMUNIKACJA POLSKA	0,7	0,8	14%	17%
EUROCASH	-0,5	0,5	-7%	3%	TRAKCJA TILTRA	-1,7	2,5	-24%	22%
FAMUR	0,4	0,9	5%	15%	TVN	2,4	3,4	38%	45%
GTC	-9,1	5,7	42%	42%	VISTULA	3,9	4,5	35%	35%
IMPEXMETAL	3,0	1,4	24%	16%	ULMA CONSTRUCCION POLSKA	3,0	0,9	40%	22%
JSW	-13,3	-0,9	-5%	-21%	UNIBEP	0,1	2,3	1%	15%
J.W. CONSTRUCTION	3,8	2,2	38%	23%	ZAPUŁAWY	-1,2	0,1	-5%	1%
KERNEL	1,0	0,5	28%	12%	ZUE	3,1	0,3	35%	2%

Źródło: DI BRE Banku

W relacji do EBITDA i aktywów najbardziej zadłużonym sektorem są deweloperzy, zarówno mieszkaniowi jak i komercyjni. Wynika to jednak ze specyfiki branży. Wg naszych prognoz w większości przypadków udział długu w aktywach w ciągu dwóch lat zmniejszy się. Poza deweloperami większość z analizowanych przez nas spółek zachowuje bezpieczne poziomy zadłużenia. Wśród spółek, dla których poziom ten można uznać za problematyczny w obecnej fazie cyklu gospodarczego, można wymienić: CEDC, Vistulę, TVN czy Lotos. Z wyjątkiem Vistuli zadłużenie spółek denominowane jest w EUR i USD, co stwarza dodatkowe ryzyko w przypadku dalszego osłabienia polskiej waluty.

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

## Makroekonomia

### Budżet państwa na 2012 i strategia zarządzania długiem

Projekt budżetu państwa zakłada deficyt budżetowy na poziomie 35 mld PLN. Budżet został przygotowany przy założeniu 4% wzrostu PKB oraz inflacji średniorocznej 2,8%. W stosunku do założeń z maja br. podniesiono dochody z tytułu dywidendy o 2 mld PLN. Naszym zdaniem w obecnym otoczeniu makroekonomicznym, w warunkach kryzysu zadłużeniowego w strefie euro, spowalniającej gospodarki globalnej oraz wynikającej z tego dużej niepewności na rynkach, założenie wzrostu gospodarczego oraz poziom deficytu są optymistyczne. Nasza prognoza wzrostu gospodarczego w przyszłym roku wskazuje, że większa kontrybucja do wzrostu będzie eksportu netto, a mniejsza po stronie spożycia indywidualnego oraz inwestycji. Oznacza, to że wykonanie zaplanowanych dochodów w przyszłym roku może być zagrożone, a tym bardziej utrzymanie deficytu na poziomie nie większym niż 35 mld PLN.

Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych na lata 2012-15 zakłada wzrost długu publicznego wg metodologii krajowej z poziomu 52,8% w 2010 do 53,8% PKB w tym roku. W latach 2012-2013 dług publiczny będzie systematycznie spadał i obniży się poniżej poziomu 50%, tj. I prognozy ostrożnościowego przewidzianego w Ustawie o finansach publicznych. Do prognoz długu na 2011 r. i 2012 r. MF przyjął założenie kursu euro na poziomie odpowiednio 4,35 zł i 4,0 zł. Zatem główną przyczyną wzrostu relacji długu w tym roku jest deprecjacja złotego wynikająca z kryzysu zadłużeniowego w strefie euro i wzrostu awersji inwestorów do ryzyka. Odnośnie długu publicznego wg metodologii unijnej Strategia zakłada obniżenie relacji z poziomu 55,8% w 2010 r. do 50,1% PKB w 2015 r.

Celem Strategii, niezmiennie od kilku lat, jest minimalizacja kosztów obsługi długu przy przyjętych ograniczeniach odnośnie ryzyka. Utrzymane zostały również zadania zwiększania płynności, efektywności i przejrzystości rynku skarbowych papierów wartościowych. Strategia przewiduje wzrost kosztów obsługi długu w 2011 r. do poziomu relacji 2,5% PKB, w 2012 r. do 2,7%, a w kolejnych latach będzie spadała i obniży się do 2,2% w 2015 r. Przejściowy wzrost kosztów wynika z osłabionego złotego oraz dalszego wzrostu długu SP. W kolejnych latach spadek tej relacji prawdopodobnie wynika z założonej aprecjacji złotego oraz dodatniego efektu wzrostu PKB.

W Strategii utrzymane zostało elastyczne podejście do kształtowania struktury finansowania pod względem wyboru rynku, waluty i instrumentów, w stopniu przyczyniającym się do minimalizacji kosztów obsługi i przy ograniczeniach wynikających z przyjętych poziomów ryzyka oraz możliwego wpływu na politykę pieniężną. Głównym źródłem finansowania potrzeb pożyczkowych nadal pozostaje rynek krajowy. Udział długu zagranicznego będzie kształtował się w granicach 20-30% długu Skarbu Państwa (SP). Dość szerokie pasmo dopuszczalnego udziału długu zagranicznego w długi SP wynika z kalkulacji ryzyka kursu walutowego. W zakresie ryzyka refinansowania będzie realizowana strategia wydłużania średniej zapadalności długu krajowego. W zakresie ryzyka stopy procentowej natomiast MF planuje utrzymanie duration długu krajowego w zakresie 2,5-4,0 lat.

Utrzymanie elastycznego podejścia do finansowania przy wyborze rynku oraz dopuszczalnego pasma udziału długu zagranicznego w długi SP, naszym zdaniem, tworzy ciasny margines finansowania się na rynkach zagranicznych w nadchodzącym roku. Prognoza długu na ten rok jest obciążona pewnym ryzykiem po stronie kursu walutowego. W przypadku eskalacji kryzysu zadłużenia i dalej spowalniającej gospodarki globalnej należy raczej spodziewać się odwrótu inwestorów i silnej presji na osłabienia złotego. Z drugiej strony należy pamiętać, że MF posiada ponad 6 mld EUR i wykorzystuje te środki (przez BGK) w obronie kursu. Wzmocnienie sprzedaży walut należy spodziewać się w IV kwartale br. celem przeciwdziałaniu ewentualnemu dalszemu osłabieniu się złotego. Dodatkowo ostatnia interwencja BGK oraz NBP pokazały, że obie instytucje potrafią razem współdziałać.

### Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna zaskoczyła w sierpniu pozytywnie - wzrost roczny wyniósł 11,3% po 8,2% zanotowanych w lipcu. W ujęciu miesięcznym sprzedaż wzrosła o 1,1%. Takie zachowanie agregatu może być traktowane jako korekta wcześniejszych 3-miesięcznych spadków – tym bardziej, że dotyczy także agregatów po wyłączeniu żywności i paliw oraz żywności, paliw i samochodów, czyli kategorii „bazowych”.

Przechodząc do analizy poszczególnych składowych – najwięcej ważąca sprzedaż żywności wzrosła 4,4% r/r (-0,1% m/m, czyli nieznacznie powyżej wzorca sezonowego), znacznie powyżej wzorca sezonowego uplasowała się sprzedaż paliw (+17,1% r/r) oraz sprzedaż samochodów (+4,2% r/r). W kategoriach bazowych największą kontrybucję do zmian utrzymuje ciągle zmienna kategoria pozostałe – po spadkach w lipcu w sierpniu ona silny wzrost 6,5% m/m. Nastąpiła także oczekiwana korekta w sprzedaży kategorii odzież/obuwie oraz meble/rtv/agd (odpowiednio -9,1% m/m, +1,2% m/m). Rozbicie danych nie potwierdza zatem bardzo pozytywnego wydziewku odczytu headlinowego. Podtrzymujemy zatem naszą prognozę, że konsumpcja prywatna będzie się w kolejnych miesiącach obniżać ze względu na negatywny sentyment związany z sytuacją zadłużeniową w strefie euro, niepewną sytuacją na rynku pracy oraz ciągle oddziałującym efekcie kursu CHF/PLN na budżety konsumentów.

## Produkcja przemysłowa

W sierpniu dynamika produkcji przemysłowej wzrosła do 8,1% r/r z 1,8% r/r zanotowanych w lipcu. Po wyeliminowaniu efektów związanych z różnicą w liczbie dni roboczych produkcja przemysłowa wzrosła o 5,4% r/r w porównaniu z 4,6% r/r zanotowanymi w lipcu. Wzrost w ujęciu rocznym zanotowano w 25 z 34 sekcji, w tym dwucyfrowe dynamiki roczne zanotowano w sekcjach eksportowych, takich jak produkcja metali, produkcja urządzeń elektrycznych i mebli. Dane o produkcji za sierpień mocno kontrastują z rysującym się od kilku miesięcy trendem spadkowym związanym z globalnym osłabieniem wzrostu gospodarczego i hamowaniu gospodarki niemieckiej. Podkreślić jednak należy, że nie mamy zbyt wielu informacji (czy to na podstawie agregatów monetarnych, czy też wyników finansowych przedsiębiorstw, bądź wprost z kontaktów z nimi) potwierdzających wyraźne i gwałtowne pogorszenie koniunktury w polskiej gospodarce. Tendencje hamowania w gospodarce światowej i niemieckiej wydają się jednak na tyle silne, że w kolejnych miesiącach będą oddziaływać na obniżenie dynamiki polskiego przemysłu. Produkcja budowlano-montażowa wzrosła o 10,8% wobec wzrostu o 16,4% w poprzednim miesiącu. Jak dotąd kwartalna średnia dynamika produkcji tego typu (III kwartał) wynosi 13,6%. Biorąc pod uwagę wysoką korelację z inwestycjami z rachunków narodowych, utrzymanie dynamiki inwestycji z drugiego kwartału wymaga aby inwestycje prywatne wydatnie przyspieszyły (mniej prawdopodobne przy obecnej niepewności), albo aby produkcja budowlano-montażowa we wrześniu zbliżyła się do 30% r/r (co również wydaje się mało prawdopodobne, chyba że faktycznie infrastruktura ruszy z kopyta tuż po wakacjach). W przeciwnym wypadku możemy zaobserwować coś w rodzaju załamania w cyklu inwestycyjnym, które będzie rozbierane na czynniki pierwsze, aby odkryć jego naturę – przejściową, czy może strukturalną. Nie uprzedzając faktów, analiza od strony monetarnej (kredyty i depozyty przedsiębiorstw) żadnej katastrofy na razie nie zapowiada.

Ceny producentów przyspieszyły w sierpniu do 6,6% r/r z 5,9% przed miesiącem (brak rewizji). W skali miesięcznej, w przetwórstwie przemysłowym odnotowano wzrost o 0,5% (tyle samo w ujęciu bazowym). Warto zaznaczyć, że jest to dolny przedział prognoz z naszym modelem (0,6-1,1%). Co więcej, warto odnotować, że modele nieznacznie zawyżyły wzrosty – odmiennie niż w przypadku poprzednich epizodów osłabienia kursu walutowego w podobnej skali. Działają tym samym czynniki pozamodelowe, prawdopodobnie w postaci dużej konkurencji cenowej na coraz płytszym rynku. Co więcej, efekt kursowy może też działać pozytywnie dla przedsiębiorstw eksporterów, które również sprzedają na rynku krajowym; w przypadku niemożności doskonałej dyskryminacji cenowej, przy słabszym złotym również krajowi odbiorcy mogą zamawiać towary nieco taniej.

## Rynek pracy

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw obniżyło się w sierpniu o 0,1% m/m, co skutkowało obniżeniem rocznego wskaźnika zatrudnienia z 3,3 do 3,1%. W ujęciu miesięcznym zatrudnienie obniżyło się o 7,9 tys., co jest niską wartością z punktu widzenia sezonowości rynku pracy. Rynek pracy wyraźnie słabnie a kolejne miesiące przyniesie nasilenie tej tendencji. Przedsiębiorstwa w obliczu narastającej niepewności co do stanu koniunktury w przyszłości wyraźnie ograniczają swoje plany zwiększania zatrudnienia. Właśnie dane o zatrudnieniu (nie płacach) postrzegamy obecnie jako najważniejsze i wskazujące kierunek oddziaływania presji popytowej (mniejsza presja popytowa w kolejnych kwartałach). Dynamika płac w lipcu wzrosła do 5,4% r/r z 5,2% r/r zanotowanych w lipcu. Wyższa dynamika roczna to przede wszystkim efekt wyższej liczby dni roboczych i pokłosie podwyżek płacy zasadniczej w górnictwie. Pamiętajmy jednak, że płace są wskaźnikiem o właściwościach opóźnionych względem cyklu koniunkturalnego. Stąd jeszcze przez jakiś czas, pomimo coraz bardziej wyraźnych oznak spowolnienia wzrostu gospodarczego (patrz spadek zatrudnienia) mogą one wykazywać przyzwyczajone przyrosty, a nawet służyć jako argument przeciw poluzowaniu monetarnemu.

## Inflacja

Inflacja wzrosła w sierpniu do 4,3% z 4,1% w poprzednim miesiącu (w ujęciu miesięcznym bez zmian). Wysoki odczyt wynika przede wszystkim z zaskakująco wysokich wzrostów cen w kategorii łączność (+4,8% m/m) związanych z zakończeniem promocji wprowadzanych przez operatorów usług telekomunikacyjnych do maja br. Tym samym wysoki headline przekłada się także na silny wzrost inflacji bazowej z 2,4% w lipcu do 2,7% w sierpniu. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami obserwujemy dalsze spadki cen żywności (-1,6% m/m) oraz odzieży i obuwi (-2,4% i -3,9% odpowiednio) w związku z dalszymi wyprzedażami sezonowymi. Statystyka cen paliw wskazuje na wzrost w ujęciu miesięcznym na poziomie 1,3% m/m (korekta zeszło miesięcznych zaskakujących spadków). Podwyższone zostały ceny w kategorii mieszkanie (+0,4% za sprawą dalszego wdrażania podwyżek cen gazu); niewielkie wzrosty zaobserwowano także w innych kategoriach bazowych: zdrowiu (0,2%), restauracjach i hotelach (0,1%).

Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach takie poziomy zostaną utrzymane ze względu na brak czynników deflacyjnych, obserwowaną deprecjację złotego, która może przełożyć się na ceny towarów importowanych oraz dalsze podwyżki cen kontrolowanych (energia, komunikacja

miejska). Na razie nie pojawiają się także oznaki osłabienia presji inflacyjnej w poszczególnych kategoriach bazowych. Tym samym uważamy rozpoczętą grę na obniżki stóp procentowych za zdecydowaną przedwczesną. Ryzyko dużej zmienności kursu złotego jest cały czas aktualne (szczególnie w tak napiętej sytuacji zewnętrznej) i jest silnym czynnikiem ograniczającym dla RPP. Podtrzymujemy naszą ocenę, że do końca roku stopy zostaną utrzymane na niezmiennym poziomie, zaś RPP będzie obserwować bilans ryzyk z jednej strony dla wzrostu - osłabienie w polskiej gospodarce będzie widoczne w „twardych” danych ze sporym opóźnieniem, z drugiej zaś dla inflacji - kluczowe będą poziomy inflacji bazowej, nowa projekcja NBP (która zostanie opublikowana w listopadzie) oraz stanowisko EBC (patrz ostatnia gołębia konferencja i niższe prognozy wzrostu dla strefy euro). Jednak nawet słabsze realne dane przy obserwowanych poziomach inflacji nie wystarczą do poluzowania polityki pieniężnej. Punktem zwrotnym może być przełom roku, kiedy słabszy wzrost i spadająca inflacja (pomimo że głównie na skutek statystycznego efektu bazy) otworzą RPP furtkę do obniżek (rada jest w tej komfortowej sytuacji, że dokonanymi w tym roku podwyżkami stworzyła sobie przestrzeń do interwencji).

### **Rachunek obrotów bieżących**

Deficyt na rachunku bieżącym wzrósł w lipcu do 1,611 mld EUR z 1,596 mld EUR. Zasadniczym powodem wzrostu deficytu na rachunku obrotów bieżących jest rozszerzenie deficytu handlowego (do 1,2 mld EUR). Saldo transferów wzrosło do 362 mln EUR, na wysokim poziomie utrzymał się deficyt na rachunku dochodów. Zwiększenie deficytu handlowego to przede wszystkim efekt spadającej dynamiki eksportu (w lipcu 5,5% r/r) przy stosunkowo wysokiej dynamice importu (8,7% r/r). Obniżająca się dynamika eksportu jest przede wszystkim związana z naturą obecnego spowolnienia – hamuje gospodarka globalna i główni partnerzy handlowi Polski, najsilniejsze spadki produkcji przemysłowej notują sektory nastawione na eksport. Ze względu na wspierany projektami infrastrukturalnymi popyt wewnętrzny uszczerbek na polskim imporcie jak na razie jest niewielki.

W perspektywie kilku miesięcy spodziewalibyśmy się jednak stopniowego ograniczenia dynamiki importu, na co złożyć powinien się słabszy złoty oraz mniejsze tempo stymulacji fiskalnej. Również konsumpcja prywatna dotknięta negatywnymi szokami cenowymi powinna oddziaływać w stronę niższego importu. Taki scenariusz spójny jest ze scenariuszem hamowaniem gospodarki polskiej (w ujęciu PKB), gdyż eksport netto jest silnie ujemnie skorelowany ze wzrostem gospodarczym w Polsce (tendencje w imporcie zaopatrzeniowym - endogenicznym wobec krajowego popytu - są znacznie silniejsze niż tendencje eksportowe podpięte pod globalny cykl i gosp. niemiecką).

## Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Wzrost / Spadek	P/E 2011	P/E 2012	EV/EBITDA 2011	EV/EBITDA 2012
<b>Banki</b>										
GETIN	Trzy maj	2011-09-05	8,65	9,30	7,30	27,4%	5,4	8,4		
HANDLOWY	Trzy maj	2011-10-06	69,45	72,00	69,45	3,7%	13,5	12,5		
ING BSK	Kupuj	2011-09-05	731,50	900,00	708,50	27,0%	10,2	9,3		
KREDYT BANK	Trzy maj	2011-10-06	13,20	13,10	13,20	-0,8%	9,2	10,2		
MILLENNIUM	Trzy maj	2011-09-05	4,49	4,80	4,36	10,1%	11,3	10,3		
PEKAO	Akumuluj	2011-09-05	142,10	160,00	136,50	17,2%	12,6	12,0		
PKO BP	Kupuj	2011-09-05	34,54	41,00	32,29	27,0%	10,4	9,9		
<b>Ubezpieczyciele</b>										
PZU	Trzy maj	2011-06-03	391,00	364,00	299,00	21,7%	10,4	9,5		
<b>Usługi finansowe</b>										
KRUK	Kupuj	2011-06-22	39,70	53,00	42,19	25,6%	11,3	9,7		
<b>Paliwa, Chemia</b>										
CIECH	Kupuj	2011-07-21	19,90	27,70	12,80	116,4%	52,6	6,4	4,2	3,4
LOTOS	Trzy maj	2011-09-06	26,40	27,40	23,00	19,1%	3,6	7,3	5,5	5,5
PGNIG	Trzy maj	2011-09-06	4,00	4,29	3,99	7,5%	16,5	10,5	9,6	5,3
PKN ORLEN	Akumuluj	2011-08-22	34,81	41,60	35,55	17,0%	6,9	9,2	4,7	5,7
POLICE	Redukuj	2011-09-06	11,20	9,70	10,44	-7,1%	9,0	16,2	5,9	7,4
ZA PUŁAWY	Trzy maj	2011-09-26	85,00	89,20	81,60	9,3%	8,8	8,6	4,8	4,5
<b>Energetyka</b>										
CEZ	Trzy maj	2011-09-06	131,00	134,70	122,50	10,0%	8,5	8,1	6,4	6,0
ENEA	Kupuj	2011-10-06	16,00	21,24	16,00	32,8%	9,4	7,9	3,1	3,1
PGE	Kupuj	2011-09-06	19,01	27,09	19,28	40,5%	9,0	7,9	4,9	4,6
TAURON	Kupuj	2011-05-17	6,33	9,09	5,16	76,2%	7,3	6,6	3,3	3,3
<b>Telekomunikacja</b>										
NETIA	Trzy maj	2011-01-18	5,15	5,40	4,75	13,7%	16,9	13,3	3,8	3,4
TPSA	Trzy maj	2011-04-05	17,75	16,10	16,86	-4,5%	17,5	16,1	4,7	4,6
<b>Media</b>										
AGORA	Kupuj	2011-09-14	13,48	19,00	12,90	47,3%	11,5	12,9	7,1	3,3
CINEMA CITY	Akumuluj	2011-03-03	36,06	42,90	26,00	65,0%	8,7	6,7	4,7	3,8
CYFROWY POLSAT	Trzy maj	2010-12-17	17,30	15,30	14,15	8,1%	13,2	13,1	8,3	7,5
TVN	Redukuj	2011-09-06	13,09	12,20	15,18	-19,6%	123,8	15,5	11,1	9,4
<b>IT</b>										
AB	Kupuj	2011-08-04	21,99	27,60	19,00	45,3%	5,7	6,9	5,3	5,4
ACTION	Trzy maj	2011-08-04	18,90	18,16	15,50	17,2%	8,3	7,2	6,2	5,4
ASBIS	Kupuj	2011-08-17	1,72	2,16	1,45	49,0%	13,1	4,2	5,0	3,9
ASSECO POLAND	Kupuj	2011-05-27	49,60	65,00	41,99	54,8%	8,4	7,7	5,2	4,7
COMARCH	Zawieszona	2011-10-06	51,00	-	51,00	-	-	-	-	-
SYGNITY	Kupuj	2011-08-11	14,00	20,80	15,89	30,9%	49,6	10,7	5,2	4,1
<b>Górnictwo i Metale</b>										
JSW	Kupuj	2011-08-11	86,00	119,00	84,00	41,7%	5,7	4,3	2,3	1,6
KGHM	Kupuj	2011-08-12	161,90	191,40	121,40	57,7%	3,3	5,5	2,0	3,1
LW BOGDANKA	Kupuj	2011-09-09	111,00	131,00	102,60	27,7%	22,9	8,7	9,9	4,5
<b>Przemysł</b>										
ASTARTA	Trzy maj	2011-10-06	65,70	63,6	65,70	-3,2%	6,0	11,4	1,1	1,6
BORYSZEW	Kupuj	2011-07-01	0,91	1,2	0,46	160,9%	7,8	6,1	5,8	4,4
CEDC	Kupuj	2011-07-21	29,10	36,8	21,32	72,6%	5,9	5,8	8,3	7,2
CENTRUM KLIMA	Kupuj	2011-07-05	14,60	16,9	9,44	79,0%	8,1	6,6	5,2	4,3
CERSANIT	Kupuj	2011-10-06	4,52	7,3	4,52	61,5%	8,5	6,2	5,7	4,5
FAMUR	Akumuluj	2011-08-18	2,89	3,2	2,45	30,6%	11,5	9,6	6,0	4,9
IMPEXMETAL	Kupuj	2011-07-29	4,76	6,3	3,39	85,8%	6,6	6,1	5,1	4,5
KERNEL	Kupuj	2011-08-04	71,20	87,8	61,15	43,6%	6,4	6,6	5,1	4,3
KĘTY	Kupuj	2011-08-23	93,00	126,9	96,00	32,2%	9,1	8,4	5,8	5,3
KOPEX	Kupuj	2011-09-06	18,20	22,5	18,40	22,3%	12,8	9,4	7,3	5,6
MONDI	Akumuluj	2011-09-13	71,95	79,6	72,20	10,2%	7,7	9,4	5,5	6,6
<b>Budownictwo</b>										
BUDIMEX	Kupuj	2011-09-06	69,45	90,00	72,50	24,1%	8,3	7,9	5,2	5,3
ELEKTROBUDOWA	Kupuj	2011-10-06	100,00	163,10	100,00	63,1%	9,6	8,5	5,5	4,6
ERBUD	Kupuj	2011-08-18	17,37	29,80	19,78	50,7%	-	7,3	-	4,7
MOSTOSTAL WAR.	Kupuj	2011-09-08	20,15	43,70	21,12	106,9%	20,0	9,0	6,7	3,2
PBG	Kupuj	2011-08-11	101,90	151,00	71,75	110,5%	4,3	3,6	4,5	2,9
POLIMEX MOSTOSTAL	Kupuj	2011-08-11	1,88	2,59	1,57	65,0%	10,5	6,9	5,5	4,7
RAFAKO	Akumuluj	2011-07-05	12,51	12,80	8,07	58,6%	10,0	9,2	4,8	4,2
TRAKCJA TILTRA	Kupuj	2011-05-20	2,71	3,50	1,41	148,2%	4,5	4,1	4,4	3,7
ULMA CP	Kupuj	2011-08-04	68,60	91,40	62,90	45,3%	9,7	10,4	3,5	3,6
UNIBEP	Kupuj	2011-05-20	6,56	9,78	6,61	48,0%	11,5	5,5	9,0	5,3
ZUE	Kupuj	2011-07-05	9,95	13,20	8,97	47,2%	9,5	8,9	5,5	4,5
<b>Deweloperzy</b>										
BBI DEVELOPMENT	Kupuj	2011-03-08	0,44	0,53	0,24	120,8%	12,6	3,8	22,7	8,6
DOM DEVELOPMENT	Zawieszona	2011-08-04	44,49	-	24,99	-	-	-	-	-
ECHO	Kupuj	2011-04-05	4,94	6,17	3,40	81,5%	7,3	3,5	8,7	6,3
GTC	Kupuj	2011-05-27	19,25	23,36	11,99	94,8%	5,4	3,4	8,8	7,1
J.W.C.	Zawieszona	2011-08-04	12,48	-	6,45	-	-	-	-	-
PA NOVA	Kupuj	2011-05-17	30,76	37,40	20,07	86,3%	11,4	11,3	11,0	13,9
POLNORD	Zawieszona	2011-08-04	20,71	-	11,26	-	-	-	-	-
ROBYG	Zawieszona	2011-08-04	1,70	-	1,05	-	-	-	-	-
<b>Handel</b>										
EUROCASH	Kupuj	2011-09-27	22,86	26,60	23,35	13,9%	23,5	18,6	12,6	10,4
LPP	Kupuj	2011-10-06	1 850,50	2 220,00	1 850,50	20,0%	14,9	12,5	8,5	7,4
NFI EMF	Trzy maj	2011-05-27	18,20	19,00	9,17	107,2%	10,9	8,7	5,5	4,6
NG2	Kupuj	2011-08-04	49,96	64,50	41,90	53,9%	11,2	9,3	7,6	6,3
VISTULA	Trzy maj	2011-03-03	2,10	2,10	0,78	169,2%	8,4	4,1	6,3	5,0

## Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
AGORA	Kupuj	Kupuj	19,00	2011-09-14
CERSANIT	Kupuj	Trzymaj	7,30	2011-10-06
EUROCASH	Kupuj	Zawieszona	26,60	2011-09-27
LW BOGDANKA	Kupuj	Kupuj	131,00	2011-09-09
MONDI	Akumuluj	Kupuj	79,60	2011-09-13
MOSTOSTAL WAR.	Kupuj	Kupuj	43,70	2011-09-08
ZA PUŁAWY	Trzymaj	Trzymaj	89,20	2011-09-26

## Zmiany rekomendacji w Przeglądzie Miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
ASTARTA	Trzymaj	Sprzedaj	63,60	2011-10-06
COMARCH	Zawieszona	Trzymaj	-	2011-10-06
ELEKTROBUDOWA	Kupuj	Akumuluj	163,10	2011-10-06
ENEA	Kupuj	Akumuluj	21,24	2011-10-06
HANDLOWY	Trzymaj	Akumuluj	72,00	2011-10-06
KREDYT BANK	Trzymaj	Redukuj	13,10	2011-10-06
LPP	Kupuj	Akumuluj	2220,00	2011-10-06

## Statystyka rekomendacji

Statystyka	Wszystkie					Dla emitentów związanych z DI BRE Bankiem S.A.				
	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
liczba	0	2	17	8	37	0	0	8	4	18
procent	0,0%	3,1%	26,6%	12,5%	57,8%	0,0%	0,0%	26,7%	13,3%	60,0%

## Banki

### Sierpniowe statystyki sektora bankowego dla depozytów i kredytów

NBP opublikował statystyki dla sektora bankowego za sierpień 2011. Depozyty ogółem wzrosły w silnym tempie 1,9% M/M (YTD +6,4%). Depozyty korporacyjne wzrosły o 2,0% M/M (-2,7% YTD), depozyty detaliczne o 1,2% M/M (+5,7% YTD), a depozyty niemonetarnych instytucji finansowych o 3,8% M/M (+24,5% YTD). Kredyty ogółem również przyrosły, ale wolniej niż depozyty, o 1,1% M/M (+12,5% YTD). Kredyty korporacyjne wzrosły o 0,9% M/M (+10,4% YTD) w całości dzięki osłabieniu się PLN M/M. Kredyty detaliczne zwiększyły się o 1,1% M/M (+8,8% YTD) również w dużej części dzięki osłabieniu się PLN do koszyka walut obcych. W ramach kredytów detalicznych, kredyty mieszkaniowe zwiększyły się o 1,2% M/M (+13,4% YTD), a kredyty nie-mieszkaniowe o 1,0% M/M (+2,8% YTD).

Z powodu większego przyrostu depozytów niż kredytów, wskaźnik kredyty/depozytów poprawił się o 77pb. M/M do 105,1%.

### Sierpniowe statystyki odnośnie jakości kredytów w sektorze

Udział kredytów z utratą wartości w sierpniu 2011 utrzymał się na niezmiennym poziomie M/M 8,1%. Jakość portfela kredytów korporacyjnych poprawiła się o 9pb. M/M do 11,8%, a jakość kredytów detalicznych pogorszyła się o 7pb. M/M do 7,3%. W ramach portfela detalicznego, pogorszyła się jakość zarówno kredytów mieszkaniowych jak i konsumenckich, odpowiednio o 5pb. M/M do 2,2% oraz 10pb. M/M do 14,6%.

### Wyniki sektora za lipiec 2011

KNF zaraportował wyniki sektora finansowego za lipiec 2011. Zysk netto wyniósł 1 160 mln PLN. Oznacza to wzrost o 37% R/R, ale 28% spadek M/M. Powodem dynamicznej poprawy R/R była wysoka dynamika wyniku odsetkowego o 16% R/R. Z drugiej strony powodem spadku M/M było rosnące o 37% saldo rezerw. W okresie styczeń-lipiec 2011, sektor bankowy wygenerował zysk netto na poziomie 8 539 mln PLN, +37% R/R.

### Sprzedaż kredytów hipotecznych spadła o 5% R/R w lipcu – prasa

*Puls Biznesu* podał, że sprzedaż kredytów hipotecznych w lipcu 2011 wyniosła 3,985 mld PLN i spadła o 5% R/R. Oznaczałoby to, że lipiec był trzecim najgorszym miesiącem w tym roku, po styczniu (3,3 mld PLN) i lutym (3,1 mld PLN). Po 7 miesiącach 2011 sprzedaż wyniosła 28 mld PLN i wzrosła o 10% R/R. *Dziennik* sugeruje, że sierpień 2011 może być jeszcze gorszy niż lipiec z powodu dużej zmienności na rynku walut (przez co niektóre banki ograniczyły sprzedaż), a wrzesień przyniósł lekkie odreagowanie w górę. Zwracamy uwagę, że 3Q jest z reguły słabszy ze względów sezonowych (okresu wakacji), a w tym roku dodatkowo został zakłócony przez dużą zmienność na rynkach finansowych, co mogło ograniczyć podaż kredytów w niektórych bankach. W naszej opinii 4Q będzie mocniejszy niż 3Q, nie tylko ze względów sezonowych, ale również zmian regulacyjnych. Od początku 2012 banki są zobowiązane przez rekomendację S” do bardziej konserwatywnego obliczania zdolności kredytowej klienta (zakładając, że kredyt może być udzielony na maksymalnie 25 lat).

### SNB zamierza trwale osłabić CHF przynajmniej do 1,20 względem EUR

W dniu 6 września 2011 Centralny Bank Szwajcarii (SNB) wydał oświadczenie, w którym zakomunikował, że zamierza osłabić CHF względem EUR przynajmniej do poziomu 1,20. W tym celu będzie kupował zagraniczne waluty w nieograniczonej ilości. Zaznaczył, że nawet przy tym poziomie CHF jest przewartościowany i może zagrażać rozwojowi szwajcarskiej gospodarki. Jeżeli zaistnieje potrzeba, SNB podejmie kolejne kroki w celu osłabienia CHF.

Na tą wiadomość CHF osłabił się względem EUR o 8% do 1,20. W konsekwencji, kurs CHF PLN spadł również o 8% do 3,51 (obecnie 3,62).

Jest to informacja pozytywna dla polskiego sektora bankowego ze względu na krotką skumulowaną pozycję banków w CHF, która powstała poprzez walutowe kredyty hipoteczne. Słabszy CHF względem PLN oznacza zmniejszenie się presji na marżę depozytową banków finansujących się na rynku swapów walutowych oraz zmniejszenie się ryzyka pogorszenia jakości kredytów denominowanych w CHF.

### Santander potwierdza, że rozgląda się w Polsce za bankami do przejęcia

Prezes Snatandera, Alfredo Saenz, powiedział na spotkaniu z inwestorami, że informacje, że Santander rozgląda się w Polsce za bankami do przejęcia są prawdziwe. Wcześniej prasa spekulowała, że Santander dokonał już due diligence Kredyt Banku, na podstawie którego złożył ofertę KBC zakupu Kredyt Banku.

### Pocztowy zawiesza swoje plany dotyczące IPO

Bank Pocztowy złożył do Komisji Nadzoru Finansowego wniosek o zawieszenie postępowania o zatwierdzenie prospektu emisyjnego z powodu braku stabilności na rynku kapitałowym. Wcześniej bank informował, że z emisji akcji chce pozyskać około 320 mln PLN na finansowanie akcji kredytowej oraz wzmocnienie pozycji płynnościowej.



## Getin (Trzymaj)

Cena bieżąca: 7,3 PLN

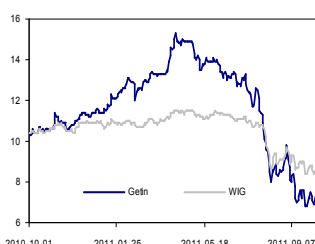
Cena docelowa: 9,3 PLN

Analityk: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-09-05

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	977,5	1 273,5	30,3%	1 649,7	29,5%	1 937,6	17,5%	Liczba akcji (mln)	712,4
Marża odsetkowa	2,9%	3,1%		3,2%		3,3%		MC (cena bieżąca)	5 200,6
WNDB	2 020,3	2 521,3	24,8%	2 987,0	18,5%	3 361,0	12,5%	Free float	44,4%
Wynik operacyjny*	1 187,6	1 544,9	30,1%	2 441,6	58,0%	1 891,7	-22,5%		
Zysk brutto	357,6	485,2	35,7%	1 291,5	166,2%	908,9	-29,6%		
Zysk netto	276,1	421,1	52,5%	981,5	133,1%	638,2	-35,0%		
ROE	7,4%	10,2%		19,7%		10,9%		Zmiana ceny: 1m	-9,1%
P/E	18,8	12,4		5,4		8,4		Zmiana ceny: 6m	-50,9%
P/BV	1,4	1,2		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	-30,9%
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	15,3
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	6,8

\* przed kosztami rezerw



Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj na walory Getin Holding, pomimo tego, że kurs akcji spadł we wrześniu aż o 26%, czyli 16p.p. więcej niż szeroki rynek. Ponieważ średni kurs CHFPLN w 3Q 2011 był o 13% wyższy niż średnia za 2Q 2011, dostrzegamy ryzyko, że koszt ryzyka w Getin Noble Banku w segmencie kredytów hipotecznych będzie jeszcze wyższy niż w poprzednim kwartale. Zalecamy ostrożne podejście do inwestowania w walory Getin Holdingu, dopóki nie będą znane rozmiary tego negatywnego wpływu na wyniki spółki. Możliwe, że wynik netto za 3Q 2011 może być najgorszy od początku roku, w szczególności po pominięciu wpływu transakcji sprzedaży Open Finance.

### Open Finance przyjmuje Home Broker m.in. od Czarneckiego za min 200 mln PLN

Spółka zależna od Getin Noble Banku w 48,9% (a w konsekwencji od Getin Holdingu w 45,8%), Open Finance, zawarła warunkową umowę zakupu 100% akcji spółki Home Broker za minimum 200 mln PLN. Sprzedającymi udziałami są LC Corp BV (66,9%), H.P. Holding 3 BV (20,5%), Aegaeon BV (5,0%), A. Nagelkerken Holding BV (2,6%) oraz Damian Milibrand (5,0%). Ostateczna cena zostanie określona jako mnożnik 7 i zaudytowanego zysku netto Home Broker za rok obrotowy 2012, przy czym cena ta nie będzie niższa niż 200 mln PLN (umowa nie przewiduje ceny maksymalnej). Home Broker jest m.in. pośrednikiem na rynku nieruchomości oraz kredytów hipotecznych. Swoją działalność prowadzi przez 53 oddziały zatrudniając ponad 1 250 pracowników (z czego 480 stanowią doradcy nieruchomości, a 392 doradcy finansowi). Jego dominującym akcjonariuszem jest Leszek Czarnecki (67%), główny akcjonariusz Getin Holdingu. W 1H 2011 spółka zarobiła 8,7 mln PLN przy 70,4 mln PLN przychodów (35,7 mln PLN z produktów kredytowych, 29,1 mln PLN ze sprzedaży nieruchomości oraz 5,6 mln PLN z produktów inwestycyjnych).

W naszej opinii wskaźnik 2012 P/E na poziomie 7x nie jest wygórowany, zakładając, że Home Broker będzie w stanie wygenerować w 2012 zysk netto na poziomie 28-29 mln PLN (z drugiej strony, spółka jest przejmowana na wskaźniku P/BV na poziomie 25,6x). Wątpliwości może budzić założenie, że Home Broker wygeneruje taki zysk. W naszych prognozach dla sektora bankowego zakładamy 10% spadek sprzedaży kredytów hipotecznych w 2012.

### Getin Noble Bank zatwierdził plan emisji obligacji podporządkowanych do 1 mld PLN

Rada Nadzorcza Getin Noble Banku zatwierdziła uchwalony przez Zarząd pierwszy publiczny program emisji obligacji podporządkowanych do 1 mld PLN. Zarząd spółki ocenia, że potrzeby w zakresie zaciągnięcia długu poprzez emisję obligacji w ramach programu do końca 2012 r. wyniosą do 0,5 mld PLN. Prezes banku, Krzysztof Rosiński, zapowiedział, że pozyskane środki zostaną przeznaczone na rozwój banku, utrzymanie współczynnika wypłacalności powyżej 10%. Ponadto część ze środków może trafić na ewentualne akwizycje na polskim rynku. Getin Noble Bank wyemitował już w tym roku dług podporządkowany (w czerwcu 250 mln PLN do instytucji – 395pb. ponad 6M WIBOR, a później dla detalu dodatkowej 150-170 mln PLN). Uważamy, że bank zbiera bufor kapitałowy na zmiany regulacyjne jakie wejdą w życie od 30 czerwca 2012 związane z podwyższeniem wagi ryzyka dla walutowych kredytów hipotecznych z 75% do 100%. Na tym etapie informacja neutralna, czekamy na emisję oraz jej wycenę.

### Rejestracja podwyższenia kapitału w Idea Banku

Getin Holding poinformował o zarejestrowaniu podniesienia kapitału w Idea Banku kierowanego do Getin Holdingu. W konsekwencji Getin Holding posiada 62,9% kapitału banku (60,6% w głosach), a Getin Noble Bank 37,1%. Na koniec 2Q 2011, Idea Bank był w 100% spółką zależną od Getin Noble Banku.

**Idea Bank liczy na ponad 15 mln zł zysku w 2011**

Jarosław Augustyniak, Prezes Idea Banku, szacuje, że Idea Bank wypracuje wyższy zysk netto w całym 2011 niż ten osiągnięty 1H 2011 (15,1 mln PLN zysku netto) nawet pomimo przejęcia oddziałów Allianz Banku. Idea Bank obsługuje obecnie ponad 35 tys. klientów. Jego portfel kredytowy wynosi obecnie około 1 mld PLN, a depozytów 1,3 mld PLN. Współczynnik wypłacalności wynosi około 20%. Bank posiada 28 oddziałów i planuje otwarcie co najmniej 12 nowych do końca 2011.



## Handlowy (Trzymaj)

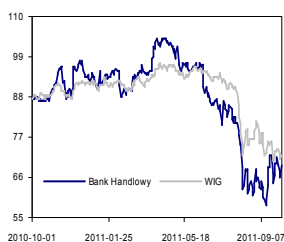
Cena bieżąca: 69,45 PLN Cena docelowa: 72 PLN

Analityk: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-10-06

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	1 505,4	1 497,5	-0,5%	1 400,7	-6,5%	1 448,9	3,4%	Liczba akcji (mln)	130,7
Marża odsetkowa	3,8%	4,0%		3,8%		3,8%		MC (cena bieżąca)	9 074,3
WNDB	2 423,2	2 563,4	5,8%	2 375,1	-7,3%	2 484,1	4,6%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	1 200,6	1 184,4	-1,4%	953,4	-19,5%	1 007,8	5,7%		
Zysk brutto	655,3	942,6	43,8%	842,9	-10,6%	904,5	7,3%		
Zysk netto	504,4	754,8	49,6%	674,3	-10,7%	723,6	7,3%		
ROE	8,5%	11,9%		10,4%		11,2%		Zmiana ceny: 1m	10,3%
P/E	18,0	12,0		13,5		12,5		Zmiana ceny: 6m	-31,6%
P/BV	1,5	1,4		1,4		1,4		Zmiana ceny: 12m	-21,1%
DPS	0,0	3,8		5,7		5,2		Max (52 tyg.)	104,0
Dywid (%)	0,0	5,4		8,2		7,4		Min (52 tyg.)	58,6

\* przed kosztami rezerw



Obniżamy naszą rekomendację na walory Handlowego do trzymaj (poprzednio akumuluj), ponieważ cena rynkowa osiągnęła naszą 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 72 PLN. Zwracamy uwagę, że walory Handlowego wzrosły we wrześniu o 7%, czyli 16p.p. ponad zwrot szerokiego rynku. Dostrzegamy ryzyko, że walory Handlowego nie będą zachowywać się tak mocno na tle rynku drugi miesiąc z rzędu. Z drugiej strony, zakładając nawet 11% spadek zysku netto w tym roku do 724 mln PLN, bank jest w stanie wypłacić go w całości w postaci dywidendy. W chwili obecnej stopa dywidendy jest bardzo atrakcyjna i wynosi 7,4%.

### Ratingi kredytowe od Fitcha

Fitch przyznał Handlowemu długoterminowy rating podmiotu IDR na poziomie "A", umieszczając go na liście obserwacyjnej z nastawieniem negatywnym. Krótkoterminowy rating IDR jest na poziomie "F1", a rating VR (viability rating) na poziomie "bbb+". Rating wsparcia Handlowego na poziomie "1" pozostał na liście obserwacyjnej z nastawieniem negatywnym.



## ING BSK (Kupuj)

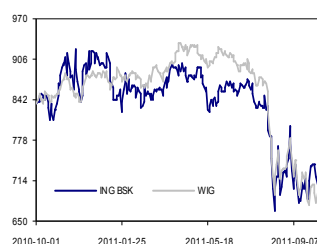
Cena bieżąca: 708,5 PLN Cena docelowa: 900 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-09-05

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	1 402,5	1 627,6	16,0%	1 846,7	13,5%	1 980,8	7,3%	Liczba akcji (mln)	13,0
Marża odsetkowa	2,2%	2,6%		2,8%		2,8%		MC (cena bieżąca)	9 217,6
WNDB	2 488,3	2 682,5	7,8%	2 939,8	9,6%	3 126,5	6,4%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	990,7	1 096,5	10,7%	1 279,6	16,7%	1 402,3	9,6%		
Zysk brutto	738,3	934,1	26,5%	1 117,8	19,7%	1 225,8	9,7%		
Zysk netto	595,1	753,1	26,6%	901,3	19,7%	988,3	9,6%		
ROE	13,1%	14,3%		15,0%		14,7%		Zmiana ceny: 1m	-0,6%
P/E	15,5	12,2		10,2		9,3		Zmiana ceny: 6m	-21,1%
P/BV	1,9	1,6		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m	-16,6%
DPS	0,0	0,0		15,0		27,7		Max (52 tyg.)	922,0
Dywid (%)	0,0	0,0		2,1		3,9		Min (52 tyg.)	666,0

\* przed kosztami rezerw



ING BSK jest naszą preferowaną ekspozycją w sektorze bankowym z powodu 1) wysokiej wagi segmentu korporacyjnego w strukturze portfela kredytowego i związanych z tym perspektyw wzrostu (kredyty korporacyjne stanowią aż 46% portfela kredytowego), 2) płynnego bilansu, który wspiera marżę odsetkową w stabilnym i spadającym środowisku stóp procentowych, 3) braku ryzyk związanych z utrzymującym się silnym CHF (zarówno od strony presji na marżę odsetkową jak i koszt ryzyka) oraz 4) atrakcyjnej wyceny (2011 P/E na poziomie 10,2x, 17% poniżej średniej dla sektora). Podtrzymujemy rekomendację kupuj oraz 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 900 PLN.

### NWZA zwołane na 24 października

Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy, które ma zdecydować o splicie akcji 1:10 oraz wydać zgodę na połączenie ING Banku Śląskiego z ING Bankiem Hipotecznym zostało zwołane na 24 października. Uważamy, że akcjonariusze zgodzą się na obie propozycje Zarządu, jako że pierwsza poprawi płynność akcji banku, a druga wpłynie pozytywnie na jednostkowy współczynnik wypłacalności banku o ok. 50pb.

### KNF zgodził się na połączenie ING BSK i jego spółki zależnej ING Banku Hipotecznego

Komisja Nadzoru Finansowego zgodziła się na połączenie ING BSK i jego spółki zależnej ING Banku Hipotecznego. Połączenie nastąpi poprzez przeniesienie na ING BSK całego majątku ING Banku Hipotecznego. Połączenie odbędzie się bez podwyższenia kapitału zakładowego. ING BSK informował wcześniej, że połączenie obu banków umożliwi ograniczenie szeregu ryzyk w otoczeniu ING Banku Hipotecznego, a także dalszy rozwój finansowania nieruchomości komercyjnych w grupie kapitałowej ING BSK, oraz umożliwi efektywniejsze wykorzystanie kapitału.

### Rezygnacja Członka Rady Nadzorczej

ING BSK poinformował, że w dniu 16 września 2011 Cesar Gonzalez-Bueno złożył rezygnację, z tym dniem, z funkcji Członka Rady Nadzorczej ING BSK. Powodem złożenia rezygnacji jest zamiar kontynuacji kariery poza strukturami ING.



## Kredyt Bank (Trzymaj)

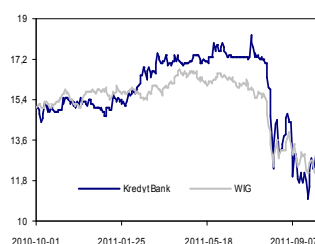
Cena bieżąca: 13,2 PLN    Cena docelowa: 13,1 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-10-06

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	1 061,2	1 127,8	6,3%	1 225,8	8,7%	1 195,2	-2,5%	Liczba akcji (mln)	271,7
Marża odsetkowa	2,7%	2,7%		2,7%		2,5%		MC (cena bieżąca)	3 585,9
WNDB	1 530,4	1 588,4	3,8%	1 619,7	2,0%	1 624,1	0,3%	Free float	20,0%
Wynik operacyjny*	848,1	703,5	-17,1%	688,5	-2,1%	656,2	-4,7%		
Zysk brutto	46,7	234,7	403,0%	522,1	122,4%	438,2	-16,1%		
Zysk netto	34,6	185,9	438,0%	391,6	110,6%	350,6	-10,5%		
ROE	1,3%	6,9%		13,2%		10,6%		Zmiana ceny: 1m	10,2%
P/E	103,8	19,3		9,2		10,2		Zmiana ceny: 6m	-22,4%
P/BV	1,4	1,3		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	-10,4%
DPS	0,0	0,0		0,4		0,0		Max (52 tyg.)	18,3
Dywid (%)	0,0	0,0		2,8		0,0		Min (52 tyg.)	11,0

\* przed kosztami rezerw



Podwyższamy naszą rekomendację na walory Kredyt Banku do trzymaj (poprzednio redukuj) utrzymując naszą 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 13,1 PLN. Z jednej strony uważamy, że potencjalna transakcja sprzedaży 80% udziałów w Kredyt Banku przez KBC nie odbędzie się poniżej 3,03 EUR na akcję (lub 13,25 PLN przy obecnym kursie walutowym). Z drugiej strony dostrzegamy ryzyka związane z krótko- i średnioterminowym poziomem rentowności banku spowodowanym przez presję na koszt ryzyka w segmencie kredytów hipotecznych, w szczególności tych udzielonych w 2008. Sądymy, że przy obecnej wycenie rynkowej ryzyka te są zbilansowane.

### Rzekomo Santander złożył ofertę zakupu Kredyt Banku – prasa

Gazeta Wyborcza powołując się na nieoficjalne źródła, doniosła, że Santander zakończył wstępny proces due diligence w Kredyt Banku. Co więcej, na jego podstawie Santander złożył ofertę przejęcia Kredyt Banku. Zwracamy uwagę, że w przypadku sprzedaży Kredyt Banku KBC nie rozpiął oficjalnego przetargu (tak jak to miało miejsce w przypadku sprzedaży Millennium przez BCP), chociaż oficjalnie przyznało, że zamierza sprzedać swoje polskie aktywa. KBC posiada 80% udziałów w Kredyt Banku, które w jego księgach są wycenione na 658 mln EUR (2Q 2011). Oznacza to 3,03 EUR na akcję i 13,25 PLN według obecnego kursu walutowego (4,37 EUR PLN). Uważamy, że KBC nie zdecyduje się na sprzedaż banku poniżej tej wartości, ponieważ musiałby odnotować stratę ze sprzedaży.

### Santander rzekomo chce dodatkowych dwóch tygodni na analizy Kredyt Banku

Parkiet doniósł powołując się na anonimowe źródła, że Santander miał rzekomo poprosić KBC o dodatkowe dwa tygodnie na analizy Kredyt Banku zanim złoży wiążącą ofertę zakupu Kredyt Banku. Według dziennika pierwotny termin był wyznaczony na koniec września.



## Millennium (Trzymaj)

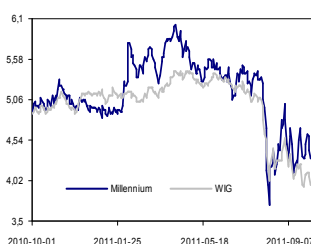
Cena bieżąca: 4,36 PLN    Cena docelowa: 4,8 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-09-05

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	691,1	1 009,8	46,1%	1 225,5	21,4%	1 285,8	4,9%	Liczba akcji (mln)	1 213,1
Marża odsetkowa	1,5%	2,2%		2,5%		2,5%		MC (cena bieżąca)	5 289,2
WNDB	1 434,2	1 714,4	19,5%	1 935,1	12,9%	2 050,2	5,9%	Free float	34,5%
Wynik operacyjny*	431,0	633,0	46,9%	767,7	21,3%	833,1	8,5%		
Zysk brutto	1,9	407,8		591,2	45,0%	642,6	8,7%		
Zysk netto	1,5	326,0		470,0	44,2%	514,1	9,4%		
ROE	0,1%	9,5%		11,1%		11,3%		Zmiana ceny: 1m	1,4%
P/E	2 476,5	16,2		11,3		10,3		Zmiana ceny: 6m	-25,6%
P/BV	1,3	1,3		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	-12,4%
DPS	0,0	0,0		0,1		0,2		Max (52 tyg.)	6,0
Dywid (%)	0,0	0,0		2,3		3,6		Min (52 tyg.)	3,7

\* przed kosztami rezerw



Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj na walory Millennium oraz 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 4,80 PLN, która uwzględnia już 10% premii z tytułu przejęcia. Zwracamy uwagę, że BCP wycenia swoje udziały w Millennium na 1,06 EUR za akcję, co przy aktualnym kursie walutowym daje ok. 4,65 PLN. W naszej opinii BCP nie zdecyduje się spieniężyć swoich akcji poniżej tej wartości, a więc ryzyko, że cena transakcji będzie niższa jest ograniczone. Z drugiej strony, uważamy, że utrzymanie się słabego PLN względem CHF będzie miało negatywny wpływ na poziom marży odsetkowej oraz stanowi zagrożenie dla kosztu ryzyka.

### Zakupem Millennium zainteresowane 5-6 banków – prasa

Z informacji medialnych wynika, że Millennium zainteresowanych jest 5-6 inwestorów, w tym BNP Paribas, Banca Intesa, UniCredit, BRE oraz PKO BP. BCP potwierdził, że otrzymał trzy pisemne wstępne oferty kupna Millennium oraz inne w formie ustnej. BCP dodał, że jest otwarty na kolejne sygnały zainteresowania kupnem polskiego biznesu. Podkreślił jednocześnie, że proces wyceny aktywów w Polsce jest ciągle na wstępnym etapie i nie zostały podjęte żadne decyzje dotyczące potencjalnej transakcji sprzedaży polskiego banku.

### Sberbank rzekomo nie zainteresowany zakupem polskich banków

German Gref, Prezes rosyjskiego Sberbanku, poinformował w wywiadzie dla dziennika *Wiedomosti*, że Sberbank nie negocjuje kupna polskich banków: Millennium i Kredyt Banku. W naszej opinii powyższa wypowiedź wiele nie zmienia, ponieważ jest wieloznaczna. Może równie dobrze oznaczać, że w chwili obecnej nie negocjuje, bo nie doszło jeszcze do procesu *due diligence*.

### Millennium sprzedał przynajmniej 600 mln PLN hipotek w 3Q 2011

Agata Chrzanowska z Millennium poinformowała, że bank spodziewa się, że w 3Q 2011 sprzedał ponad 600 mln PLN kredytów hipotecznych. W lipcu sprzedał 225 mln PLN, a w sierpniu 200 mln PLN. Oznacza to, że dynamika sprzedaży Q/Q wyniosła przynajmniej 10% (z 547 mln PLN w 2Q 2011). Uważamy, że jest to dobry wynik na tle sektora, gdzie spodziewamy się ok. 5-10% spadku Q/Q.



## Pekao (Akumuluj)

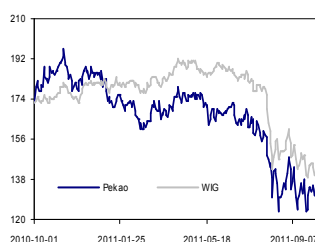
Cena bieżąca: 136,5 PLN Cena docelowa: 160 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-09-05

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	4 018,1	4 226,9	5,2%	4 601,4	8,9%	4 802,9	4,4%	Liczba akcji (mln)	262,4
Marża odsetkowa	3,1%	3,2%		3,4%		3,5%		MC (cena bieżąca)	35 813,1
WNDB	7 062,5	7 196,9	1,9%	7 674,0	6,6%	7 996,1	4,2%	Free float	40,8%
Wynik operacyjny*	3 467,0	3 563,3	2,8%	3 982,8	11,8%	4 181,3	5,0%		
Zysk brutto	2 997,5	3 101,5	3,5%	3 511,4	13,2%	3 703,9	5,5%		
Zysk netto	2 411,7	2 525,2	4,7%	2 840,8	12,5%	2 990,6	5,3%		
ROE	14,1%	13,1%		13,7%		13,8%		Zmiana ceny: 1m	-0,5%
P/E	14,8	14,2		12,6		12,0		Zmiana ceny: 6m	-21,8%
P/BV	2,0	1,8		1,7		1,6		Zmiana ceny: 12m	-24,1%
DPS	0,0	2,9		6,8		8,1		Max (52 tyg.)	196,5
Dywid (%)	0,0	2,1		5,0		5,9		Min (52 tyg.)	123,4

\* przed kosztami rezerw



Utrzymujemy naszą rekomendację akumuluj na walory Pekao oraz 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 160 PLN, nawet pomimo tego, że jest notowany z 6% premią na wskaźniku 2011 P/E (12,6x). Pekao jako największy korporacyjny bank w Polsce będzie naturalnym beneficjentem szybko przyrastających wolumenów po stronie kredytowej, a jego marginalne zaangażowanie w walutowe kredyty hipoteczne czyni go odpornym na ryzyka związane z utrzymującym się silnym poziomem CHF. W końcu, mając na uwadze nadchodzące transakcje M&A w sektorze, w których Pekao może odegrać kluczową rolę jako konsolidator rynku, uważamy, że pojawiają się okazje efektywnego zaalokowania 6,5 mld PLN kapitału nadwyżkowego oraz uwolnienia synergii połączeniowych.

### UniCredit zaprzecza, że zamierza sprzedać Pekao lub Yapi Kredi

Rzecznik prasowy UniCredit, odnosząc się do doniesień włoskiego „Finanza&Mercati”, powiedział, że spekulacje o możliwej sprzedaży aktywów, w tym polskiego Pekao i tureckiego Yapi Kredi są bezzasadne.

### Kredyty korporacyjne wzrosły szybciej w 3Q 2011 niż depozyty przedsiębiorstw

Wiceprezes Pekao, Andrzej Kopyrski, poinformował, że w 3Q 2011 dynamika wzrostu kredytów korporacyjnych będzie wyższa niż dynamika depozytów przedsiębiorstw. Jest to konsekwencją przeprowadzenia kilku dużych transakcji, w tym emisji obligacji o łącznej wartości do 5 mld PLN. Zwrócił on też uwagę, że udział przychodów pozakredytowych w segmencie korporacyjnym jest już większy niż 50%, a bank liczy na dalszy jego przyrost. Wartość tego wskaźnika to efekt zwiększenia cross-sellingu. Rośnie on dzięki stawianiu większego nacisku na bankowość transakcyjną, skarbową oraz finansowanie strukturalne. W końcu, Wiceprezes dodał, że w 2012 może pojawić się większy popyt na finansowanie ze strony sektora energetycznego.



## PKO BP (Kupuj)

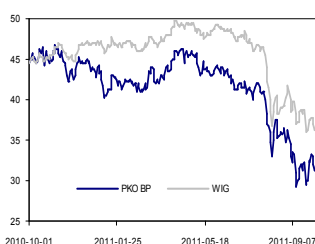
Cena bieżąca: 32,29 PLN Cena docelowa: 41 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-09-05

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	5 051,2	6 516,2	29,0%	7 516,9	15,4%	7 869,6	4,7%	Liczba akcji (mln)	1 250,0
Marża odsetkowa	3,5%	4,0%		4,2%		4,1%		MC (cena bieżąca)	40 362,5
WNDB	8 607,0	10 021,9	16,4%	10 921,4	9,0%	11 458,5	4,9%	Free float	48,8%
Wynik operacyjny*	4 624,0	5 948,4	28,6%	6 661,1	12,0%	6 886,1	3,4%		
Zysk brutto	2 943,3	4 079,2	38,6%	4 833,7	18,5%	5 110,7	5,7%		
Zysk netto	2 305,5	3 216,9	39,5%	3 871,0	20,3%	4 093,3	5,7%		
ROE	13,4%	15,4%		17,6%		17,2%		Zmiana ceny: 1m	0,3%
P/E	17,5	12,5		10,4		9,9		Zmiana ceny: 6m	-29,2%
P/BV	2,0	1,9		1,8		1,6		Zmiana ceny: 12m	-28,2%
DPS	1,0	1,9		2,0		1,5		Max (52 tyg.)	46,8
Dywid (%)	3,1	5,9		6,1		4,8		Min (52 tyg.)	29,2

\* przed kosztami rezerw



**Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj na walory PKO BP oraz 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 41 PLN. Uważamy, że ryzyka dla banku związane ze spowolnieniem gospodarczym, perspektywą niższych stóp procentowych oraz silnym CHF są więcej niż odzwierciedlone w obecnej cenie rynkowej. Na naszej prognozie zysku netto na 2011 i 2012 odpowiednio na poziomie 3,9 mld i 4,0 mld PLN (odpowiednio 2% i 10% poniżej konsensusu rynkowego), PKO BP jest notowane na atrakcyjnych wskaźnikach P/E na poziomie 10,4x na 2011 oraz 9,9x na 2012.**

### MSP wróci do oferty PKO BP, gdy zmienność na rynku obniży się do akceptowalnego poziomu

Wiceminister skarbu, Krzysztof Walenczak, poinformował, że MSP wróci z ofertą PKO BP, gdy zmienność na rynku obniży się do akceptowalnego poziomu, a rynki światowe otworzą się na transakcje. Pod koniec sierpnia Ministerstwo Skarbu Państwa oraz Bank Gospodarstwa Krajowego zdecydowały o czasowym zawieszeniu oferty PKO BP. Decyzja o wznowieniu procesu ma zostać podjęta na przełomie października i listopada. Według wcześniejszych informacji oferta obejmować może sprzedaż maksymalnie 15,25% akcji banku, z czego Ministerstwo Skarbu Państwa sprzedawałoby do 5% wszystkich akcji PKO BP, a Bank Gospodarstwa Krajowego - 10,25% akcji. Informacja neutralna.

### Kruk nabył kolejny portfel należności od PKO BP za 72,6 mln PLN

Kruk poinformował, że nabył kolejny portfel od PKO BP za 72,6 mln PLN. Wartość nominalna spraw wyniosła 346,4 mln PLN, co oznacza, że cena wyniosła 21%. Cena ta jest nieznacznie wyższa niż ta jaką Kruk zapłacił za portfel PKO BP zakupiony w 1Q 2011 (18% za portfel o wartości nominalnej 541 mln PLN). Kruk informował o wygraniu tego przetargu w dniu 2 sierpnia 2011.

### Zakupem Millennium zainteresowane 5-6 banków, w tym PKO BP – prasa

Z informacji medialnych wynika, że Millennium zainteresowanych jest 5-6 inwestorów, w tym BNP Paribas, Banca Intesa, UniCredit, BRE oraz PKO BP. BCP potwierdził, że otrzymał trzy pisemne wstępne oferty kupna Millennium oraz inne w formie ustnej. BCP dodał, że jest otwarty na kolejne sygnały zainteresowania kupnem polskiego biznesu. Podkreślił jednocześnie, że proces wyceny aktywów w Polsce jest ciągle na wstępnym etapie i nie zostały podjęte żadne decyzje dotyczące potencjalnej transakcji sprzedaży polskiego banku.

### PKO BP wyemitował 700 mln PLN krótkoterminowych obligacji dyskontowych

PKO BP poinformował, że wyemitował krótkoterminowe trzymiesięczne obligacje dyskontowe na kwotę 700 mln PLN. Emisja została przeprowadzona w ramach otwartego w czerwcu tego roku programu emisji obligacji do 5 mld PLN na rynku krajowym i miała charakter niepubliczny. Środki z emisji posłużą dywersyfikacji bazy lokat negocjowanych uzyskiwanych od klientów korporacyjnych. Pozwolą także na wzrost udziału banku w środkach pozyskiwanych od instytucjonalnych klientów finansowych oraz na wzmocnienie pozycji banku na rynku nieskarbowych papierów dłużnych. W pierwszej transzy, w sierpniu tego roku, bank wyemitował krótkoterminowe trzymiesięczne obligacje dyskontowe na kwotę 1,25 mld PLN.

### PKO BP jest otwarte na akwizycje – Prezes

Prezes PKO BP powiedział, że bank jest otwarty na przyjęcia, ale sytuacja rynkowa nie jest korzystna dla tego typu działań. W naszym scenariuszu bazowym nie zakładamy, że PKO BP dokona akwizycji, chociaż przy wskaźniku kapitałów własnych na poziomie 12,3% za 1H 2011 stać go na przejęcie średniej wielkości banku. Mając na uwadze brak doświadczenia banku w



konsolidacji i restrukturyzacji podmiotów, preferujemy aby bank skupił się na wzroście organicznym.

### **Zarząd chce uelastyczyć politykę dywidendową spółki**

Prezes PKO BP, Zbigniew Jagiełło, zapowiedział, że Zarząd chce uelastyczyć politykę dywidendową banku. Według niego wskaźnik wypłaty dywidendy powinien mieścić się w granicy 30-60% względem ok. 40% obowiązujących obecnie. Dodał, że zmiana powinna nastąpić albo przy SPO albo przy aktualizacji strategii, w zależności co będzie pierwsze. W naszych prognozach zakładamy, że wskaźnik wypłaty dywidendy z zysku za 2011 wyniesie 50%, czyli dywidenda na akcję wyniesie 1,55 PLN (stopa dywidendy na poziomie 4,8%).

### **Marża odsetkowa w 2H 2011 w granicach 4,4-4,6% - Prezes**

Według Prezesa PKO BP, marża odsetkowa w 2H 2011 będzie się wahać w granicach 4,4-4,6% z możliwą tendencją spadkową słodowaną przez wzrastającą konkurencję o depozyty klientów. Po 1H 2011 marża odsetkowa ukształtowała się na poziomie 4,5% (+0,4p.p. R/R). W naszych prognozach zakładamy, że w 2H 2011 marża poprawi się o 0,2p.p. względem 1H 2011.

### **Stabilne saldo kredytów w 3Q 2011 Q/Q**

Prezes banku poinformował, że saldo kredytów w 3Q 2011 powinno być stabilne Q/Q. Bank spodziewa się pozytywnej dynamiki w segmencie kredytów korporacyjnych.

## Ubezpieczyciele



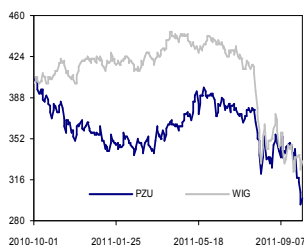
### PZU (Trzymaj)

Cena bieżąca: 299 PLN      Cena docelowa: 364 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-06-03

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Składka brutto:	14 362,7	14 544,5	1,3%	15 236,4	4,8%	16 017,6	5,1%	Liczba akcji (mln)	86,4
majątkowa	8 023,7	8 031,9	0,1%	8 360,6	4,1%	8 798,1	5,2%	MC (cena bieżąca)	25 819,3
życiowa	6 340,8	6 512,5	2,7%	6 512,5	0,0%	6 875,7	5,6%	Free float	64,8%
Wynik techniczny	17 961,6	17 078,7	-4,9%	17 480,8	2,4%	18 374,1	5,1%		
Zysk brutto	4 565,8	3 029,4	-33,6%	3 077,4	1,6%	3 371,2	9,5%		
Zysk netto	3 762,9	2 439,2	-35,2%	2 492,7	2,2%	2 730,7	9,5%		
ROE	24,0%	20,3%		18,7%		18,6%		Zmiana ceny: 1m	-10,7%
P/E	6,9	10,6		10,4		9,5		Zmiana ceny: 6m	-18,0%
P/BV	2,3	2,0		1,8		1,7		Zmiana ceny: 12m	-25,8%
DPS	0,0	158,6		26,0		17,3		Max (52 tyg.)	402,7
Dyield (%)	0,0	53,0		8,7		5,8		Min (52 tyg.)	294,2



Po tym jak od kursu PZU odłączyła się dywidenda za 2010 (26 PLN na akcję), dostrzegamy ryzyko, że rynek zacznie dyskontować perspektywy wyników za 3Q 2011, które mogą rozczarować inwestorów. W 1H 2011 wynik na działalności inwestycyjnej stanowił aż 57% zysku brutto grupy (choć w tym 79% to relatywnie stabilne przychody odsetkowe). Przy 21% spadku indeksu WIG w 3Q 2011, oczekujemy znacznie gorszego Q/Q oraz R/R wyniku na działalności inwestycyjnej i w konsekwencji presji na zysk netto zarówno Q/Q jak i R/R. Na naszej prognozie zysku netto na 2011 na poziomie 2,5 mld PLN (7% poniżej konsensusu rynkowego), PZU notowane jest na wskaźniku P/E 10,4x, czyli z 9% premią do średniej dla spółek porównywalnych z Europy Zachodniej.

#### Kurs akcji notowany już bez prawa do dywidendy za 2010

Począwszy od sesji w dniu 28 września 2011 akcje PZU są już notowane bez prawa do dywidendy za 2010 w wysokości 26 PLN. Dzień płatności dywidendy został wyznaczony na 21 października 2011.

#### PZU liczy na wzrost składki brutto w 2011 o przynajmniej 1 mld PLN

Prezes PZU, Andrzej Klesyk, poinformował, że Zarząd zakłada przyrost składki brutto o przynajmniej 1 mld PLN R/R. Prezes powiedział, że dynamika wzrostu składki w 2011 uzależniona jest od restrukturyzacji portfela korporacyjnego. Na razie przebiega ona dobrze, bo przypis przestał spadać. Spółka ma nadzieję, że zacznie wzrastać. Przyrost składki brutto w 2011 o 1 mld PLN implikuje dynamikę wzrostu o 7%. Po 1H 2011 składka wzrosła o 5% R/R dzięki 10% R/R wzrostowi składki w ubezpieczeniach komunikacyjnych.

## Usługi finansowe



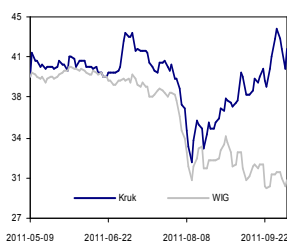
## KRUK (Kupuj)

Cena bieżąca: 42,2 PLN    Cena docelowa: 53 PLN

Analityk: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-06-22

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody ogółem	128,6	164,3	27,8%	264,3	60,9%	344,3	30,3%	Liczba akcji (mln)	16,9
Zakupy wierzycelności	84,7	118,1	39,4%	213,6	81,0%	287,7	34,7%	MC (cena bieżąca)	713,0
Inkaso	41,8	44,1	5,5%	44,6	1,1%	45,7	2,5%	Free float	55,0%
Marża pośrednia	57,0	74,7	31,2%	127,5	70,5%	163,0	27,9%		
Zysk brutto	27,3	35,6	30,2%	64,4	80,9%	78,7	22,2%		
Zysk netto	23,4	36,1	54,1%	61,8	71,4%	73,7	19,2%		
ROE	26,5%	31,1%		33,5%		26,9%		Zmiana ceny: 1m	13,1%
P/E	28,4	17,9		11,5		9,8		Zmiana ceny: 6m	
P/BV	6,7	4,9		3,0		2,3		Zmiana ceny: 12m	
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	43,9
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	32,0



Po bardzo dobrym zachowaniu się walorów Kruka we wrześniu (+14,1%, 23,4p.p. ponad szeroki rynek), zalecamy tymczasowe zneutralizowanie pozycji. Długoterminowe zalecenie kupuj oraz 9-miesięczna cena docelowa na poziomie 53 PLN pozostają niezmiennione. Przy naszej prognozie zysku netto na 2011 na poziomie 62 mln PLN, Kruk notowany jest na wskaźniku P/E na poziomie 11,5, czyli z 3% premią do średniej dla zagranicznych spółek porównywalnych. Ponadto, zwracamy uwagę, że w 3Q 2011 spółce będzie trudno pobić nominalny poziom zysku netto z 2Q przy braku przychodów z tytułu rewaluacji.

## Kruk planuje skup akcji

Kruk planuje skup akcji własnych w celu umorzenia lub dalszej odsprzedaży. Spółka przeznaczy na skup akcji nie więcej niż 40 mln PLN, czyli przy obecnym kursie akcji maksymalnie może skupić 6,0% akcji spółki. Projekt, który zostanie poddany pod głosowanie akcjonariuszy 20 października zakłada upoważnienie Zarządu spółki do nabywania akcji w okresie od 25 października 2011 do dnia 30 kwietnia 2015. W trakcie rozmowy z Zarządem spółki dowiedzieliśmy się, że jest to rozwiązanie rezerwowe (jak opcja). Spółka nie zamierza wykorzystać tego instrumentu przy bieżącym kursie akcji.

## Kruk nabył kolejny portfel należności od PKO BP za 72,6 mln PLN

Kruk poinformował, że nabył kolejny portfel od PKO BP za 72,6 mln PLN. Wartość nominalna spraw wyniosła 346,4 mln PLN, co oznacza, że cena wyniosła 21%. Cena ta jest nieznacznie wyższa niż ta jaką Kruk zapłacił za portfel PKO BP zakupiony w 1Q 2011 (18% za portfel o wartości nominalnej 541 mln PLN). Kruk informował o wygraniu tego przetargu w dniu 2 sierpnia 2011.

## Kruk ma 30 mln PLN kredytu do Raiffeisen Bank Polska

Kruk poinformował, że 13 września zawarł umowę kredytu rewolwingowego z Raiffeisen Bank Polska. Limit kredytowy wynosi 30 mln PLN i środki mogą być przeznaczone na zakup portfeli wierzycelności na rynku polskim i rumuńskim. Ostateczny termin spłaty został wyznaczony na 29 maja 2015. Jest to już drugi takiego typu kredyt jaki zaciągnął Kruk. Poprzedni również na 80 mln PLN został zaciągnięty w BZ WBK w kwietniu 2011.

## Szczegóły nabycia wierzycelności czesko-słowackiego od Santander

Kruk poinformował o pierwotnych szczegółach dotyczących wyceny portfeli wierzycelności z rynku czeskiego i słowackiego. Kruk przejmie od Santander sześć pakietów wierzycelności o wartości nominalnej 259 mln PLN i wartości godziwej 33 mln PLN (wycena na 31 stycznia 2011 po bieżącym kursie walutowym). Oznacza to, że średnia cena zakupu została wyznaczona na 12,6%. Zwracamy uwagę, że faktyczna cena zakupu może znacznie odbiegać od pierwotnie ustalonej ceny, a wynika to ze spłat na portfelach jakie nastąpiły od momentu pierwotnej daty wyceny. Z drugiej strony, Kruk będzie musiał ponieść koszty administrowania wierzycelnościami.

## Zmiany w składzie Rady Nadzorczej

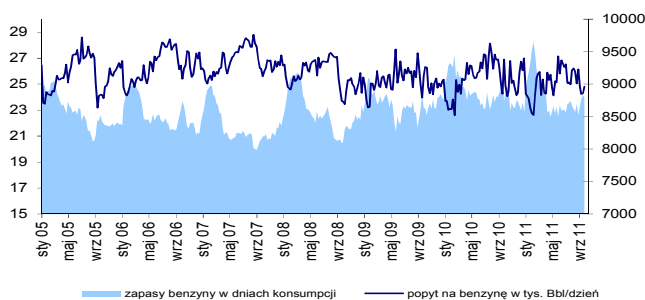
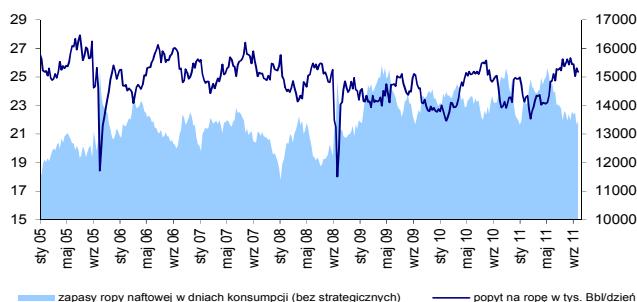
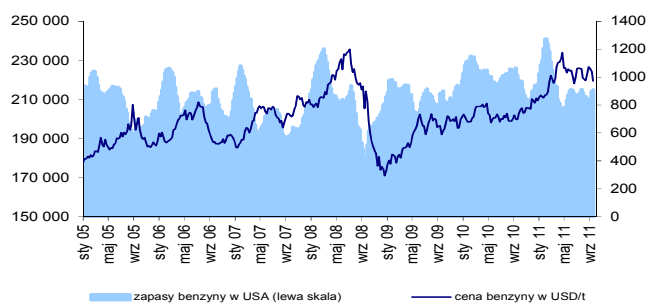
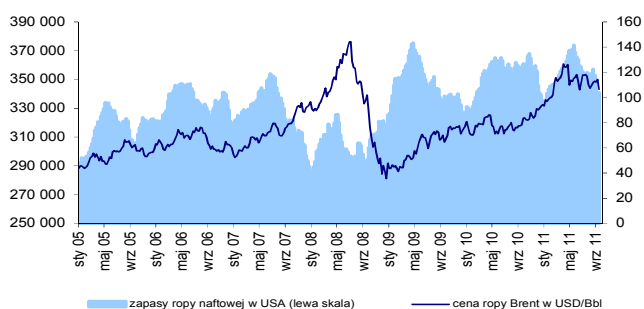
Kruk poinformował, że Paweł Sikorski złożył rezygnację z funkcji Członka Rady Nadzorczej spółki ze skutkiem na dzień 19 października 2011. Przyczyny rezygnacji nie są znane. Jednocześnie Kruk poinformował, że kandydatem na Członka Rady Nadzorczej jest Józef Wancer, wieloletni Prezes BPH. Jego kandydatura będzie poddana głosowaniu w trakcie NWZA w dniu 20 października.

## Paliwa, chemia

### Ropa słabo reaguje na słabe dane z rynków paliwowych

We wrześniu zapasy ropy naftowej w USA spadły o prawie 5%, mimo spadku zapotrzebowania ze strony rafinerii, które zmniejszyły wskaźnik wykorzystania mocy przerobowych z 89,7% do 88%. Powodem były ograniczone dostawy z importu (-4,5% m/m) głównie z uwagi na warunki pogodowe w kluczowych portach i sezon huraganowy. Fundamenty popytowe nadal pozostają słabe na amerykańskim rynku paliwowym, mimo wyraźnie niższych średnich cen surowca niż w Europie czy Azji. Popyt na benzynę w końcówce sezonu transportowego wykazywał ujemną dynamikę -2,4% r/r, podobnie jak w przypadku średnich destylatów (-1,0%), które jeszcze do niedawna opierały się negatywnym tendencjom. Dodatkowym negatywnym czynnikiem, który obecnie oddziałuje na rynki paliwowe jest fakt bardzo umiarkowanej reakcji cen ropy na pogarszające się otoczenie makro. Częściowo jest to zapewne spowodowane czynnikami związanymi z podażą taniego pieniądza, ale w części też wynika z utrzymującego się optymizmu analityków. Przykładowo prognozy globalnego zużycia ropy IEA wskazują, że agencja oczekuje iż dynamika popytu w roku 2012 będzie wyższa niż w 2011 (1,6% vs. 1,2%) mimo oczekiwanego wyraźnego spowolnienia wzrostu w światowej gospodarce. W takiej sytuacji trudno liczyć na poprawę marż rafineryjnych, ale być może najbliższe tygodnie przyniosą dostosowanie cen Brent do rzeczywistości popytowej.

### Zapasy ropy i benzyny w USA



Źródło: opracowanie DI BRE na podstawie Departamentu Energii



## Ciech (Kupuj)

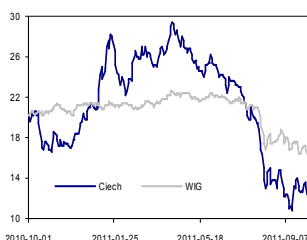
Cena bieżąca: 12,8 PLN

Cena docelowa: 27,7 PLN

Analityk: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2011-07-21

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 684,2	3 960,3	7,5%	4 089,4	3,3%	4 014,6	-1,8%	Liczba akcji (mln)	51,0
EBITDA	358,3	382,0	6,6%	359,7	-5,8%	418,9	16,4%	MC (cena bieżąca)	652,8
marża EBITDA	9,7%	9,6%		8,8%		10,4%		EV (cena bieżąca)	1 511,8
EBIT	128,2	144,2	12,4%	141,2	-2,1%	180,3	27,7%	Free float	42,6%
Zysk netto	-92,3	20,5		12,4	-39,3%	101,3	715,6%		
P/E		17,5		52,6		6,4		Zmiana ceny: 1m	4,1%
P/CE	2,6	1,4		2,8		1,9		Zmiana ceny: 6m	-56,2%
P/BV	0,4	0,4		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-37,7%
EV/EBITDA	5,4	4,8		4,2		3,4		Max (52 tyg.)	29,5
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	10,8



Na bazie naszych prognoz, które nadal uważamy za realistyczne Spółka jest notowana na poziomie 4,2 EV/EBITDA'2011 i 3,4 EV/EBITDA'2012. Dodatkowym pozytywnym aspektem, kompletnie ignorowanym obecnie przez rynek, jest fakt osłabienia złotego względem EUR. Przy rocznej ekspozycji operacyjnej netto na poziomie 192 mln EUR Ciech mógłby wypracować w przyszłym roku (założenie utrzymania się kursu 4,40 vs. założenia na poziomie 3,80) nawet o 115 mln PLN więcej zysku operacyjnego niż dotychczas szacowaliśmy. Tylko w 4Q'2011 to pozytywne odchylenie powinno sięgnąć 19 mln PLN. Przypominamy, że nie można szukać analogii do sytuacji z lat 2008-09, kiedy to Spółka nie skorzystała na osłabieniu złotego, gdyż posiadała duże niesymetryczne pozycje w opcjach walutowych. Utrzymujemy rekomendację kupuj. W perspektywie najbliższych miesięcy pozytywnym katalizatorem może być powrót do procesu prywatyzacji przez MSP.

### Nowa umowa kredytowa weszła w życie

Zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami banki kredytujące Ciech udostępniły Spółce kredyty w ramach nowej umowy kredytowej. Wejście w życie tej umowy oznacza obniżenie kosztów odsetkowych Ciechu w ujęciu kwartalnym o około 10 mln PLN.



## Lotos (Trzymaj)

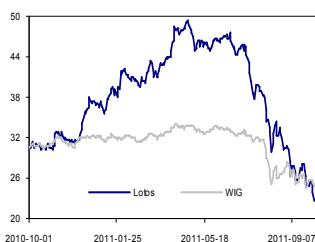
Cena bieżąca: 23 PLN

Cena docelowa: 27,4 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2011-09-06

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	14 321,0	19 680,5	37,4%	27 650,3	40,5%	28 326,4	2,4%	Liczba akcji (mln)	129,9
EBITDA	704,6	1 451,3	106,0%	1 606,5	10,7%	1 501,7	-6,5%	MC (cena bieżąca)	2 987,1
marża EBITDA	4,9%	7,4%		5,8%		5,3%		EV (cena bieżąca)	8 877,5
EBIT	419,8	1 061,4	152,8%	1 008,3	-5,0%	776,0	-23,0%	Free float	46,8%
Zysk netto	900,8	679,2	-24,6%	827,9	21,9%	409,7	-50,5%		
P/E	3,3	4,4		3,6		7,3		Zmiana ceny: 1m	-14,8%
P/CE	2,5	2,8		2,1		2,6		Zmiana ceny: 6m	-52,3%
P/BV	0,4	0,4		0,4		0,3		Zmiana ceny: 12m	-26,0%
EV/EBITDA	11,9	6,2		5,5		5,5		Max (52 tyg.)	49,4
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	22,7



Mimo relatywnych mocniejszych wrześniowych spadków kursu Lotosu na tle sektora, nadal uważamy że lepszą ekspozycją na biznes rafineryjny pozostaje PKN Orlen (bezpieczny bilans, dywersyfikacja EBIT, niższe wskaźniki wyceny na bazie wyników LIFO). Po przeszacowaniach walutowych w 3Q zadłużenie netto gdańskiego koncernu wzrosło do poziomu 7,2 mld PLN (5,9x tegoroczna EBITDA LIFO), a wskaźnik EV/EBITDA'2012 będzie wynosił 6,3 vs. 5,7 dla PKN-u. W tym kontekście utrzymujemy neutralną rekomendację dla Lotosu i zwracamy uwagę na możliwe rozczarowanie brakiem pełnej prywatyzacji Spółki. Na razie nie widzimy natomiast ryzyka pęknięcia zabezpieczeń kredytowych, które opierają się na wysokości kapitałów własnych z momentu rozpoczęcia inwestycji 10+ (około 6 mld PLN vs. szacowane 7,7 mld PLN na koniec 3Q).

### Wpływ osłabienia złotego na wyniki 3Q

Lotos ze względu na swoją ekspozycję na dolarowe marże i dyferencjał Ural/Brent jest de facto eksporterem netto i operacyjnie na osłabieniu złotego korzysta w średnim terminie. Oczywiście pozytywny aspekt wzrostu kursu USD/PLN ma szansę pojawić się na poziomie EBIT jeśli utrzyma się przez dłuższy okres, a więc ostatnie dynamiczne zmiany nie znajdują już raczej odzwierciedlenia w wynikach operacyjnych 3Q (średni kurs 2,94). Z drugiej strony koncern ze względu na kredyty denominowane w USD (2 mld USD) jest także eksponowany na krótkoterminowe przeszacowania księgowo pozycji bilansowych, które pojawią się w takim otoczeniu już w III-cim kwartale. Szacujemy, że ujemne różnice kursowe widoczne w 3Q w kosztach finansowych związane z przeszacowaniem kredytów w USD sięgną -413 mln PLN i zostaną dodatkowo wzmocnione stratami na przeliczeniu zobowiązań handlowych w kwocie -118 mln PLN oraz ujemnym wynikiem na hedgingu walutowym (-80 mln PLN). Przypominamy, że część różnic kursowych na dolarowym kredycie inwestycyjnym jest rozliczana przez kapitały (w 3Q około -620 mln PLN) i będzie widoczna tylko na poziomie bilansu. Dług netto Lotosu zwiększy się w takim otoczeniu (ceteris paribus) o 1,0 mld PLN do poziomu 7,2 mld PLN. Z kolei na poziomie EBIT możliwy jest w 3Q dodatni efekt LIFO (nawet do 100 mln PLN) w związku z wyższą o 15 PLN/bbl średnią ceną ropy.



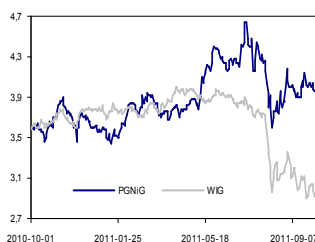
## PGNiG (Trzymaj)

Cena bieżąca: 3,99 PLN      Cena docelowa: 4,29 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2011-09-06

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	19 331,5	21 281,2	10,1%	22 845,8	7,4%	26 738,3	17,0%	Liczba akcji (mln)	5 900,0
EBITDA	2 871,1	4 411,4	53,7%	3 121,6	-29,2%	5 614,9	79,9%	MC (cena bieżąca)	23 541,0
marża EBITDA	14,9%	20,7%		13,7%		21,0%		EV (cena bieżąca)	29 917,6
EBIT	1 374,9	2 886,7	110,0%	1 579,1	-45,3%	3 391,2	114,8%	Free float	27,4%
Zysk netto	1 235,2	2 453,7	98,6%	1 428,8	-41,8%	2 235,4	56,5%		
P/E	19,1	9,6		16,5		10,5		Zmiana ceny: 1m	-0,7%
P/CE	8,6	5,9		7,9		5,3		Zmiana ceny: 6m	5,6%
P/BV	1,1	1,0		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	10,5%
EV/EBITDA	8,5	5,5		9,6		5,3		Max (52 tyg.)	4,6
Dywidenda (%)	0,6	0,6		3,0		2,4		Min (52 tyg.)	3,5



W ostatnim miesiącu akcje PGNiG były traktowane jako inwestycja defensywna, a dodatkowo wspierały je pozytywne doniesienia o sukcesach poszukiwawczych w gazie łupkowym. W naszej opinii szum informacyjny wokół łupków może w najbliższych miesiącach ucichnąć (nie jest to jeszcze faza, w której rynek otrzyma wiarygodne informacje o zasobach), a struktura biznesu PGNiG w żadnym stopniu nie uprawnia do traktowania Spółki jako bezpiecznej przystani w obecnym otoczeniu makro. Jest to największy importer netto (roczne zakupy gazu za ponad 4 mld USD), co przy restrykcyjnej polityce URE i utrzymaniu się obecnego kursu USD/PLN będzie oznaczać wysokie straty w segmencie obrotu. Odchylenie od naszych bazowych założeń tylko w 4Q'2011 może sięgnąć 200-280 mln PLN. Przy obecnym kursie akcji utrzymujemy neutralną rekomendację, ale zwracamy uwagę inwestorów na powyższe ryzyka.

### Prezes o przyszłych źródłach finansowania

Prezes Michał Szubski powiedział, że w przyszłości w ciągu najbliższych lat PGNiG będzie potrzebować środków na sfinansowanie bardzo ambitnych planów inwestycyjnych w segmencie wydobywczym. W tym kontekście resort skarbu powinien zastanowić się nad umożliwieniem spółce emisji nowych akcji. Oferta mogłaby być przeprowadzona najwcześniej na przełomie 2012 i 2013 roku. Ta wypowiedź spotkała się od razu z komentarzem wiceministra skarbu, który wykluczył obecnie taką możliwość. Potrzeba szukania nowych źródeł finansowania pojawi się w PGNiG tylko wówczas gdy okaże się, że komercyjna eksploatacja złóż gazu łupkowego w Polsce będzie opłacalna (na razie dane z pierwszych odwiertów są obiecujące). W takim scenariuszu uplasowanie ewentualnej emisji nie powinno stanowić problemu. Obecnie jednak inwestorzy nie powinni się obawiać podaży akcji PGNiG.

### Techniczne wydobywanie gazu z łupków i optymistyczne prognozy

PGNiG rozpoczęło techniczne wydobywanie gazu z łupków na koncesji Wejherowo. Spółka ocenia, że próbna eksploatacja może się rozpocząć w drugim półroczu 2013 roku, a wydobywanie komercyjne ruszy w 2014 roku. Analizy potwierdzają bardzo dobre parametry energetyczne wydobytego gazu, brak siarkowodoru i niską zawartość azotu. PGNiG przygotowuje się obecnie do wierceń otworów poziomych i dalszych zabiegów szczelinowania na tej koncesji. Prace te potrwać co najmniej kilkanaście miesięcy. Po ich pozytywnym zakończeniu możliwe będzie uruchomienie wydobywania przemysłowego.

### Splata zobowiązań za gaz

Police poinformowały, że spłaciły zobowiązania związane z płatnościami za gaz na kwotę 82 mln PLN. Wcześniej swoje wierzytelności z tego tytułu PGNiG sprzedał do BOŚ. Splata oznacza możliwość odwrócenia rezerw w PGNiG w 3Q. Odpisana należność główna (bez odsetek) wynosiła na koniec czerwca około 71 mln PLN i takiego pozytywnego wpływ na EBIT można oczekiwać w 3Q. Zwracamy jednocześnie uwagę, że na poziomie kosztów finansowych w tym okresie pojawić się może negatywne zdarzenie jednorazowe, które pozytywny wpływ rozwiązania rezerw w dużym stopniu zneutralizuje. Szacujemy bowiem, że w związku z osłabieniem NOK do USD, PGNiG zaksięguje ujemne różnice kursowe na pożyczce w swojej norweskiej spółce zależnej w kwocie około 106 mln PLN.

### Kontrole KE w spółkach gazowych regionu

Inspektorzy KE rozpoczęli niezapowiedziane wizyty w firmach zajmujących się dostawami, przesyłem i magazynowaniem gazu w kilku krajach Europy Środkowo-Wschodniej. Według nieoficjalnych informacji inspekcje mogą mieć związek z działalnością Gazpromu w Europie. Badanych jest 20 firm, w tym polskie PGNiG i Gaz-System. Jeśli potwierdzą się doniesienia, że kontrole dotyczą analizy pozycji Gazpromu nie będzie mieć to wpływu na PGNiG. Trudno też sobie wyobrazić, że przy regulowanym systemie ustalania cen gazu w Polsce, Komisja

Europejska mogłaby sformułować jakieś zarzuty nadużywania pozycji dominującej przez PGNiG.

### **Wpływ osłabienia złotego na wyniki**

PGNiG jako importer gazu jest przy obecnych tendencjach narażone na wzrost kosztów zakupu surowca w ramach kontraktu jamalskiego, który najprawdopodobniej nie zostanie zrekompensowany w taryfie (obowiązuje ona do końca roku). Według naszych szacunków przy założeniu utrzymania się kursu USD/PLN na poziomie 3,30 w 4Q'2011 dodatkowe koszty w relacji do zakładanych przez nas w modelu (kurs 2,9 USD/PLN) mogłyby sięgnąć 670 mln PLN. Oczywiście należy brać pod uwagę fakt, że zgodnie ze swoją strategią Spółka zabezpiecza 40-60% ekspozycji na najbliższy kwartał, posiada pozytywną ekspozycję na USD poprzez sprzedaż ropy, a poza tym w 4Q powinna zaksięgować dolarowe dyskonto w kontrakcie jamalskim (40 mln USD), co częściowo zneutralizuje ten efekt osłabienia złotego. Ostatecznie naszym zdaniem w takim scenariuszu wynik operacyjny w ostatnim kwartale roku może być niższy od naszych dotychczasowych prognoz o około 200-280 mln PLN. Warto też zwrócić uwagę, że w środowisku osłabiającego się złotego PGNiG może mieć problemy z przenoszeniem rosnących kosztów gazu na taryfę również w kolejnych okresach. W 2012 roku wsparciem w tym kontekście powinna być uruchamiana produkcja na szelfie norweskim, ale jest ona uwzględniana w naszych prognozach i dodatnie różnice kursowe na dolarowym zysku szacowanym na 65 mln USD kwartalnie (zyski na osłabieniu złotego sięgałyby 26 mln PLN kwartalnie) nie będą w stanie zrównoważyć opisanego wcześniej ryzyka w segmencie obrotu.



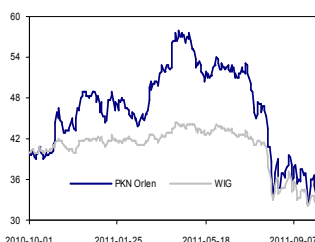
## PKN Orlen (Akumuluj)

Cena bieżąca: 35,55 PLN    Cena docelowa: 41,6 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2011-08-22

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	67 928,0	83 547,4	23,0%	104 394,5	25,0%	97 230,0	-6,9%	Liczba akcji (mln)	427,7
EBITDA	3 665,0	5 545,7	51,3%	5 483,2	-1,1%	4 570,4	-16,6%	MC (cena bieżąca)	15 205,1
marża EBITDA	5,4%	6,6%		5,3%		4,7%		EV (cena bieżąca)	25 544,1
EBIT	1 097,0	3 123,0	184,7%	2 939,2	-5,9%	1 894,2	-35,6%	Free float	72,5%
Zysk netto	1 308,7	2 371,7	81,2%	2 212,4	-6,7%	1 643,8	-25,7%		
P/E	11,6	6,4		6,9		9,2		Zmiana ceny: 1m	-1,7%
P/CE	3,9	3,2		3,2		3,5		Zmiana ceny: 6m	-37,6%
P/BV	0,8	0,7		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-11,7%
EV/EBITDA	7,7	4,6		4,7		5,7		Max (52 tyg.)	57,9
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		6,1		Min (52 tyg.)	32,3



Sytuacja makro dla rafinerii w ostatnich tygodniach zaczęła się nieco poprawiać, gdyż z jednej strony ceny ropy zareagowały w końcu na słabe dane dotyczące popytu (ułatwia to odbudowywanie się cracków przerobowych), a z drugiej nastąpiło odbicie dyferencjału Ural/Brent z zerowych poziomów w okolice 1,5-1,6 USD/Bbl. Osłabienie złotego również sprzyja wysokości generowanej marży na poziomie operacyjnym, aczkolwiek warto pamiętać że w krótkim terminie obciąży ono znacznie wyniki 3Q poprzez wycenę walutowych zobowiązań (wpływ na koszty finansowe szacujemy nawet na -1 mld PLN). Ewentualna negatywna reakcja rynku na te księgowe straty powinna być jednak w naszej opinii wykorzystywana do akumulowania akcji Orleń. Dodatkowo, pozytywnym katalizatorem dla kursu może być zapowiadana w prasie umowa o współpracy z kanadyjską Encaną.

### Wniosek do UOKiK przeciw nadużywaniu pozycji

Polska Izba Paliw Płynnych oraz BP zarzucają Orleńowi, że sztucznie kreuje ceny paliw na rynku i nadużywa pozycji dominującej na rynku. Mniejsze sieci stacji skarżą się, że ceny detaliczne na stacjach Orleń po sierpniowej mocnej obniżce są niższe bądź zbliżone do cen hurtowych, co uniemożliwia realizację minimalnej marży. Koncern swoją politykę cenową tłumaczy walką o wolumeny. UOKiK wszczął w tej sprawie postępowanie wyjaśniające. W ostatnim miesiącu rzeczywiście walka cenowa na rynku detalicznym mocno się zaostrzyła i marże stacji spadły do rekordowo niskich poziomów. Pozew mniejszych sieci w tym kontekście nie dziwi, gdyż sytuacja jest dla nich dramatyczna. Trudno na tym etapie oceniać czy istnieją podstawy prawne do postępowania antymonopolowego wobec Orleń.

### Umowa o współpracy z kanadyjskim koncernem

Według prasowych doniesień Orleń uzgodnił warunki porozumienia o współpracy w obszarze poszukiwania gazu łupkowego na swoich polskich koncesjach z kanadyjskim koncernem Encana (największa firma gazownicza w Kanadzie z 8,9 mld USD przychodów). Podobno w zamian z udziały w 6 koncesjach na Lubelszczyźnie polska spółka ma uzyskać dostęp do eksploatowanych już złóż w Kanadzie. Dodatkowo partner zobowiązał się do poniesienia znacznych nakładów poszukiwawczych w Polsce. Na razie Orleń nie komentuje tych doniesień, ale oczywiście takie porozumienie należałoby ocenić pozytywnie (pozyskanie doświadczonego partnera usprawniłoby prace poszukiwawcze). Ważne będą jednak szczegóły tej umowy.

### Wpływ osłabienia złotego na wyniki 3Q

PKN Orleń ze względu na swoją ekspozycję na dolarowe marże i dyferencjał Ural/Brent jest de facto eksporterem netto i operacyjnie na osłabieniu złotego korzysta w średnim terminie. Oczywiście pozytywny aspekt wzrostu kursu USD/PLN ma szansę pojawić się na poziomie EBIT jeśli utrzyma się przez dłuższy okres, a więc ostatnie dynamiczne zmiany nie znajdują już raczej odzwierciedlenia w wynikach operacyjnych 3Q (średni kurs 2,94). Z drugiej strony koncern ze względu na kredyty denominowane w EUR i USD jest także ekspozycyjny na krótkoterminowe przeszacowania księgowe pozycji bilansowych, które pojawią się w takim otoczeniu już w III-cim kwartale. Szacujemy, że ujemne różnice kursowe w 3Q związane z przeszacowaniem kredytów w EUR sięgną -468 mln PLN i zostaną dodatkowo wzmocnione stratami na przeliczeniu zobowiązań handlowych w kwocie -480 mln PLN. Przypominamy, że różnice kursowe na długi denominowanym w USD (szacujemy na -687 mln PLN) są rozliczane poprzez kapitał i będą zauważone tylko na poziomie bilansowym (z powodu osłabienia złotego dług netto ceteris paribus zwiększy się q/q o 1,1 mld PLN do poziomu 9,0 mld PLN). Z kolei na poziomie EBIT możliwy jest w 3Q dodatni efekt LIFO (nawet do 350 mln PLN) w związku z wyższą o 15 PLN/bbl średnią ceną ropy.



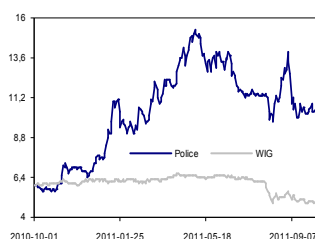
## Police (Redukuj)

Cena bieżąca: 10,44 PLN    Cena docelowa: 9,7 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2011-09-06

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 486,6	2 022,6	36,1%	2 515,6	24,4%	2 212,8	-12,0%	Liczba akcji (mln)	75,0
EBITDA	-327,9	79,8		168,0	110,6%	124,0	-26,2%	MC (cena bieżąca)	783,0
marża EBITDA	-22,1%	3,9%		6,7%		5,6%		EV (cena bieżąca)	995,8
EBIT	-409,4	5,4		94,5	1639,1%	52,7	-44,2%	Free float	31,8%
Zysk netto	-422,9	27,4		86,6	215,8%	48,2	-44,4%		
P/E		28,5		9,0		16,2		Zmiana ceny: 1m	-3,8%
P/CE		7,7		4,9		6,5		Zmiana ceny: 6m	-22,7%
P/BV	1,5	1,4		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	79,1%
EV/EBITDA		12,7		5,9		7,4		Max (52 tyg.)	15,3
Dyyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	5,6



We wrześniu akcje Polic wróciły do poziomów z lipca korygując nieuzasadnione w naszej opinii wzrosty z sierpnia. Na pewno przyczyniły się do tego mocne spadki cen zbóż, które w naszej opinii będą kontynuowane w kolejnych miesiącach z uwagi na konieczność rewizji zbyt optymistycznych oczekiwań co do popytu oraz stopniowego pojawiania się zwiększonych wolumenów eksportowych z Rosji i Ukrainy. Znaczne pogorszenie siły zakupowej rolników doprowadzić powinno z kolei do przeceny nawozów, których ceny na razie opierają się negatywnym tendencjom na światowych rynkach. Nie można więc w naszej opinii zakładać utrzymania się rekordowych marż w sektorze i dlatego utrzymujemy rekomendację redukcji dla akcji Polic. Zwracamy uwagę, że polskie spółki nawozowe zachowywały się w ostatnim czasie znacznie lepiej od swoich zagranicznych konkurentów.

### Splata zobowiązań za gaz

Police poinformowały, że spłaciły zobowiązania związane z płatnościami za gaz na kwotę 82 mln PLN. Wcześniej swoje wierzytelności z tego tytułu PGNiG sprzedał do BOŚ. Splata oznacza, że Policom udało się pozyskać środki na refinansowanie tych bardzo drogiego zobowiązań (odsetki ustawowe), co obniży koszty finansowe Spółki.

### Wrześniowy raport USDA nie stanowi wsparcia dla cen zbóż

Wrześniowy raport USDA dotyczący globalnej sytuacji na rynku zbóż nie spełnił oczekiwań pesymistów, którzy zakładali pogłębienie napiętej sytuacji podaży-popytowej i dalszy spadek zapasów kukurydzy i pszenicy. Departament Rolnictwa podniósł tymczasem swoje prognozy zapasów na koniec sezonu 2011/12 zarówno w przypadku kukurydzy jak i pszenicy, odpowiednio o 2,5% i 3,0%. Jeśli chodzi o kukurydżę to rzeczywiście agencja obniżyła nieco prognozy zbiorów w USA, ale jednocześnie zrewidowała w dół wcześniejsze szacunki dotyczące popytu. Nadal jednak w naszej opinii istnieje duże pole do obniżenia prognoz popytu, nie tylko w USA gdzie ewentualny spadek konkurencyjności tamtejszego etanolu (np. wskutek spadku cen cukru i obniżenia kosztów produkcji etanolu w Brazylii) oznaczałby obniżenie produkcji o 10% (zmniejszenie popytu na kukurydżę o 10 mln ton). Agencja zakłada bowiem, że poza USA popyt na kukurydżę w sezonie 2011/12 wzrośnie r/r aż o 4,7%, podczas gdy w poprzednich dwóch latach dynamika sięgała 2,4-3,4%. Nie widzimy podstaw do takiego optymizmu zarówno z uwagi na rosnącą bazę odniesienia, jak i pogorszenie otoczenia makro. W przypadku pszenicy USDA zwiększyło prognozy produkcji (nadal dla niektórych krajów są one jednak niższe niż rządowe szacunki- Rosja, Ukraina) i obecnie zapasy znajdują się na poziomie z maja-czerwca 2010, kiedy ceny były o ponad 46% niższe. W przypadku tego zboża prognozy popytu na ten sezon również wydają się zbyt optymistyczne (wzrost o 3,4% vs. 0,4% rok wcześniej). Jednym z symptomów realizacji naszego scenariusza mogą być opublikowane dane z USA o wyraźnie wyższych zapasach kukurydzy i pszenicy.



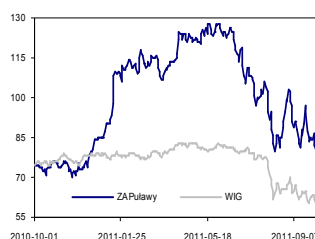
## ZA Puławy (Trzymaj)

Cena bieżąca: 81,6 PLN    Cena docelowa: 89,2 PLN

Analityk: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2011-09-26

(mIn PLN)	2009/10	2010/11P	zmiana	2011/12P	zmiana	2012/13P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 061,6	2 882,3	39,8%	3 440,5	19,4%	3 282,5	-4,6%	Liczba akcji (mln)	19,1
EBITDA	78,3	430,8	450,6%	332,5	-22,8%	343,1	3,2%	MC (cena bieżąca)	1 559,8
marża EBITDA	3,8%	14,9%		9,7%		10,5%		EV (cena bieżąca)	1 601,4
EBIT	9,9	344,9	3371,2%	220,5	-36,1%	221,5	0,4%	Free float	40,0%
Zysk netto	31,8	296,6	832,1%	177,3	-40,2%	180,4	1,8%		
P/E	49,0	5,3		8,8		8,6		Zmiana ceny: 1m	-8,2%
P/CE	15,6	4,1		5,4		5,2		Zmiana ceny: 6m	-34,2%
P/BV	0,9	0,8		0,8		0,7		Zmiana ceny: 12m	9,1%
EV/EBITDA	18,7	3,4		4,8		4,5		Max (52 tyg.)	128,1
Dywid (%)	10,0	1,2		5,7		5,7		Min (52 tyg.)	70,0



Kurs akcji ZA Puławy spadł od tegorocznych szczytów o ponad 30%, co w naszej ocenie znajduje uzasadnienie z uwagi na zakładany przez nas konserwatywny scenariusz dla rynku zbóż. Na razie na mocniejszą przecenę kukurydzy czy pszenicy benchmarki nawozowe nie zareagowały, ale w naszej opinii jest to tylko kwestią czasu, szczególnie że siła zakupowa rolników uległa wyraźnemu pogorszeniu. Nadal dostrzegamy potencjał do spadków cen ziarna z uwagi na przeszacowane prognozy popytu, które zaniżają szacunki zapasów. Dodatkowym czynnikiem, który będzie wpływał na te tendencje będą obserwowane spadki cen cukru czy ropy, które pośrednio przez rynek etanolu mają istotny wpływ na konkurencyjność jego producentów w USA (zużywają oni 40% tamtejszej kukurydzy). W tym kontekście utrzymujemy neutralną rekomendację i uważamy, że okazja do kupna akcji ZA Puławy dopiero się pojawi. Zwracamy uwagę, że polskie spółki nawozowe zachowywały się w ostatnim czasie znacznie lepiej od swoich zagranicznych konkurentów.

### Wrześniowy raport USDA nie stanowi wsparcia dla cen zbóż

Wrześniowy raport USDA dotyczący globalnej sytuacji na rynku zbóż nie spełnił oczekiwań pesymistów, którzy zakładali pogłębienie napiętej sytuacji podaży-popytu i dalszy spadek zapasów kukurydzy i pszenicy. Departament Rolnictwa podniósł tymczasem swoje prognozy zapasów na koniec sezonu 2011/12 zarówno w przypadku kukurydzy jak i pszenicy, odpowiednio o 2,5% i 3,0%. Jeśli chodzi o kukurydzę to rzeczywiście agencja obniżyła nieco prognozy zbiorów w USA, ale jednocześnie zrewidowała w dół wcześniejsze szacunki dotyczące popytu. Nadal jednak w naszej opinii istnieje duże pole do obniżenia prognoz popytu, nie tylko w USA gdzie ewentualny spadek konkurencyjności tamtejszego etanolu (np. wskutek spadku cen cukru i obniżenia kosztów produkcji etanolu w Brazylii) oznaczałoby obniżenie produkcji o 10% (zmniejszenie popytu na kukurydzę o 10 mln ton). Agencja zakłada bowiem, że poza USA popyt na kukurydzę w sezonie 2011/12 wzrośnie r/r aż o 4,7%, podczas gdy w poprzednich dwóch latach dynamika sięgała 2,4-3,4%. Nie widzimy podstaw do takiego optymizmu zarówno z uwagi na rosnącą bazę odniesienia, jak i pogorszenie otoczenia makro. W przypadku pszenicy USDA zwiększyło prognozy produkcji (nadal dla niektórych krajów są one jednak niższe niż rządowe szacunki- Rosja, Ukraina) i obecnie zapasy znajdują się na poziomie z maja-czerwca 2010, kiedy ceny były o ponad 46% niższe. W przypadku tego zboża prognozy popytu na ten sezon również wydają się zbyt optymistyczne (wzrost o 3,4% vs. 0,4% rok wcześniej). Jednym z symptomów realizacji naszego scenariusza mogą być opublikowane dane z USA o wyraźnie wyższych zapasach kukurydzy i pszenicy.

### Konflikt płacowy

Związki zawodowe domagają się podwyżki pensji o 15% z wyrównaniem od 1 czerwca, co oznaczałoby wzrost kosztów w skali roku o 30 mln PLN. Zarząd podwyższył ostatnio swoją propozycję z 4% do 6% (koszt około 11 mln PLN), ale to nie zadowala pracowników, którzy rozważają ogłoszenie strajku. Wzrost rocznych kosztów w scenariuszu pesymistycznym byłby znaczący, gdyż w tym roku obrotowym stanowiłoby to aż 14% naszej prognozy EBIT. W modelu zakładaliśmy tylko 2% wzrost wynagrodzeń.

## Energetyka

### **Wzrost popytu na energię w sierpniu o 3,5%**

Według danych PSE w sierpniu zapotrzebowanie na prąd wzrosło r/r o 3,5%. Produkcja w tym okresie zwiększyła się o 7,4%, co oznacza wzrost eksportu netto m/m z 0,14 TWh do 0,4 TWh. Dane potwierdzają naszą tezę z komentarza do danych lipcowych, że słabsza dynamika w poprzednim miesiącu (0,2% r/r) to efekt tylko i wyłącznie niższej temperatury. Te tendencje pokrywają się z notowaniami energii na rynku spotowym, które po spadku w lipcu do 190 PLN/MWh w drugiej połowie sierpnia odbiły powyżej 210 PLN/MWh. W sierpniu dynamika wróciła do poziomów obserwowanych w 2Q. Oczywiście w kontekście obserwowanego spowolnienia gospodarczego nie można wykluczyć, że w kolejnych miesiącach zaobserwujemy spadek konsumpcji energii. Kluczowe dla wyników spółek będzie to, na ile nowe otoczenie makro zostanie uwzględnione przez URE przy wyznaczaniu celów wolumenowych dla dystrybucji w roku 2012. W danych sierpniowych warto jeszcze odnotować wysoką dynamikę w kategorii elektrowni opalanych węglem brunatnym, co jest pochodną zarówno uruchomienia nowego bloku w Bełchatowie, jak i zanizonej bazy w Elektrowni Turów.



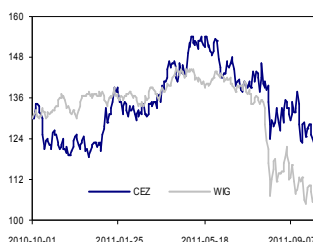
## CEZ (Trzymaj)

Cena bieżąca: 122,5 PLN    Cena docelowa: 134,7 PLN

Analitik: Kamil Kliszc

Data ostatniej aktualizacji: 2011-09-06

(mIn CZK)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)
Przychody	196 352,0	198 848,0	1,3%	199 551,1	0,4%	206 813,9	3,6%	Liczba akcji (mln) 538,0
EBITDA	91 075,0	89 089,0	-2,2%	86 543,1	-2,9%	92 144,4	6,5%	MC (cena bieżąca) 65 903,7
marża EBITDA	46,4%	44,8%		43,4%		44,6%		EV (cena bieżąca) 97 522,9
EBIT	68 199,0	65 057,0	-4,6%	60 811,8	-6,5%	65 781,5	8,2%	Free float 29,3%
Zysk netto	51 547,0	47 232,0	-8,4%	43 643,4	-7,6%	45 821,8	5,0%	
P/E	7,2	7,9		8,5		8,1		Zmiana ceny: 1m -5,5%
P/CE	5,0	5,2		5,4		5,2		Zmiana ceny: 6m -13,1%
P/BV	1,9	1,7		1,6		1,4		Zmiana ceny: 12m -8,5%
EV/EBITDA	5,6	5,8		6,4		6,0		Max (52 tyg.) 154,1
Dyield (%)	7,1	7,6		7,2		6,4		Min (52 tyg.) 118,7



We wrześniu, podobnie jak sierpniu, akcje CEZ spadały nieco mniej od szerokiego rynku (warto jednak zwrócić uwagę na gorsze zachowanie się notowań spółki na giełdzie w Pradze vs. GPW) z uwagi na fakt prowadzonej polityki zabezpieczeń cen energii i związany z tym defensywny charakter Spółki. Przy obecnych poziomach cenowych nadal uważamy że polskie spółki energetyczne stanowią znacznie ciekawszą alternatywę inwestycyjną. Przypominamy, że o ile czeski koncern posiada hedging cen energii to jednak nie jest odporny na spadek wolumenów u własnych klientów. Tauron czy Enea z dużym udziałem regulowanego segmentu dystrybucji, który systematycznie będzie poprawiał wyniki, wyglądają więc na tle CEZ atrakcyjniej, nawet przy założeniu realizacji gorszego scenariusza dla gospodarki. Ryzykiem dla CEZ w 3Q jest również możliwe przeszacowanie portfela uprawnień do emisji.

### Kolejne zmiany w Zarządzie?

Premier Czech zapowiedział kolejne zmiany w Zarządzie CEZ gdyż ma zastrzeżenia do przeprowadzonych w ostatnich latach akwizycji zagranicznych koncernu. Według niego efekty niektórych z nich były żenujące. We wrześniu na stanowisku Prezesa Martina Romana zastąpił dotychczasowy Wiceprezes Daniel Benes. Zmiany nie powinny mieć realnego wpływu na Spółkę, ale takie zapowiedzi mogą być odbierane przez inwestorów jako wzrost ryzyka politycznego.



## Enea (Kupuj)

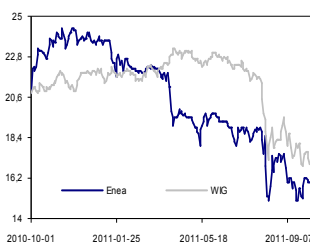
Cena bieżąca: 16 PLN

Cena docelowa: 21,24 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2011-10-06

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	7 153,5	7 836,9	9,6%	9 636,7	23,0%	10 336,7	7,3%	Liczba akcji (mln)	441,4
EBITDA	1 167,0	1 364,6	16,9%	1 527,1	11,9%	1 746,3	14,4%	MC (cena bieżąca)	7 063,1
marża EBITDA	16,3%	17,4%		15,8%		16,9%		EV (cena bieżąca)	4 665,4
EBIT	505,6	712,0	40,8%	893,7	25,5%	1 102,4	23,4%	Free float	21,8%
Zysk netto	513,6	639,3	24,5%	750,5	17,4%	889,1	18,5%		
P/E	13,8	11,0		9,4		7,9		Zmiana ceny: 1m	0,0%
P/CE	6,0	5,5		5,1		4,6		Zmiana ceny: 6m	-17,9%
P/BV	0,8	0,7		0,7		0,6		Zmiana ceny: 12m	-27,4%
EV/EBITDA	4,0	3,1		3,1		3,1		Max (52 tyg.)	24,4
Dywid (%)	2,9	2,4		2,5		3,0		Min (52 tyg.)	15,0



Enea w czasie ostatnich zawirowań na rynkach nie zachowywała się jak spółka defensywna mimo że podobnie jak Tauron, ze względu na profil działalności (duży udział dystrybucji, obrotu i ciepła w strumieniu EBITDA) powinna w obecnym otoczeniu makro spełniać rolę bezpiecznej przystani. Wydaje się jednak, że po uspokojeniu nastrojów inwestorzy powinni dostrzec stabilny charakter przepływów pieniężnych Spółki i bardzo atrakcyjną wycenę (9,4 P/E i 3,1 EV/EBITDA na ten rok). Dodatkowym czynnikiem pozytywnie wpływającym na kurs w kolejnych miesiącach może być zapowiadany przez MSP powrót do prywatyzacji pod koniec tego roku. Przy obecnym kursie akcji podnosimy rekomendację z akumuluj na kupuj.



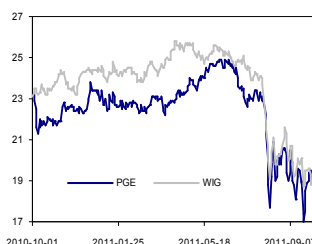
## PGE (Kupuj)

Cena bieżąca: 19,28 PLN    Cena docelowa: 27,09 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2011-09-06

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)
Przychody	21 623,4	20 476,5	-5,3%	28 465,1	39,0%	26 906,2	-5,5%	Liczba akcji (mln) 1 869,8
EBITDA	7 983,4	6 840,5	-14,3%	7 706,2	12,7%	8 768,7	13,8%	MC (cena bieżąca) 36 049,4
marża EBITDA	36,9%	33,4%		27,1%		32,6%		EV (cena bieżąca) 37 727,0
EBIT	5 344,7	4 185,3	-21,7%	5 002,6	19,5%	5 803,3	16,0%	Free float 30,7%
Zysk netto	3 370,7	3 014,1	-10,6%	4 009,7	33,0%	4 545,2	13,4%	
P/E	9,9	12,0		9,0		7,9		Zmiana ceny: 1m -0,8%
P/CE	5,6	6,4		5,4		4,8		Zmiana ceny: 6m -17,1%
P/BV	1,1	1,0		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m -14,3%
EV/EBITDA	4,8	5,4		4,9		4,6		Max (52 tyg.) 24,9
Dyield (%)	3,7	4,4		3,4		5,6		Min (52 tyg.) 17,0



Kurs akcji PGE we wrześniu zachowywał się nieco lepiej od rynku m.in. dzięki dywidendzie, ale od początku giełdowych spadków trudno uznać że koncern spełnił rolę defensywną. Zapewne częściowo za słabym sentymentem do spółek sektora stał rozczarowujący poziom derogacji od roku 2013, ale w naszej opinii ta perspektywa wobec ogromu krótkoterminowych ryzyk wydaje się dość kruchym argumentem za sprzedawaniem akcji spółek energetycznych, tym bardziej że dostrzegamy wiele czynników, które mogą zneutralizować efekt niższych darmowych przydziałów praw do emisji CO<sub>2</sub> (spadek cen uprawnień, spread w cenach między Polską a Niemcami, obniżenie kosztów inwestycyjnych). Podtrzymujemy opinię, że w pierwszych latach pakietu klimatycznego polskie koncerny mogą paradoksalnie na nim korzystać mimo wyższych wskaźników emisji. Obecnie PGE jest wyceniane po oczyszczeniu wyników o rekompensaty KDT na poziomie 4,5 EV/EBITDA vs. 5,6 dla czeskiego CEZ-u. Podtrzymujemy pozytywną rekomendację.

### Uruchomienie Bełchatowa, plany akwizycyjne

PGE oddała do eksploatacji komercyjnej nowy blok energetyczny o mocy elektrycznej 858 MW opalany węglem brunatnym z Elektrowni Bełchatów. Łączne nakłady inwestycyjne wyniosły około 1,2 mld EUR. Blok ma produkować około 6,5 TWh energii rocznie, ma sprawność netto 42 proc. Prezes zapowiedział ponadto, że koncern analizuje możliwości akwizycji zagranicznych. Głównie interesuje się regionalnymi aktywami dystrybucyjnymi i sprzedażowymi oraz odnawialnymi źródłami energii. Blok w Bełchatowie uwzględniamy w naszych prognozach i szacujemy, że w przyszłym roku może dołożyć ponad 600 mln PLN EBITDA. Jeśli chodzi o akwizycje to raczej postrzegamy je jako ryzyko niż szansę na zbudowanie wartości dla akcjonariuszy. Przedstawione obszary zainteresowania PGE wskazują jednak, że nie będą to raczej duże projekty.



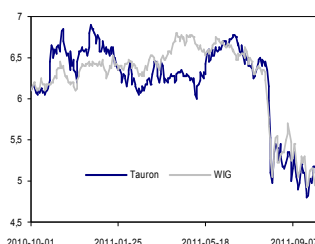
## Tauron (Kupuj)

Cena bieżąca: 5,16 PLN    Cena docelowa: 9,09 PLN

Analitik: Kamil Kliszc

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-17

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	13 694,6	15 428,9	12,7%	20 314,1	31,7%	21 394,0	5,3%	Liczba akcji (mln)	1 752,5
EBITDA	2 641,8	2 758,0	4,4%	3 083,5	11,8%	3 374,5	9,4%	MC (cena bieżąca)	9 043,2
marża EBITDA	19,3%	17,9%		15,2%		15,8%		EV (cena bieżąca)	10 315,0
EBIT	1 320,8	1 399,3	5,9%	1 673,6	19,6%	1 884,5	12,6%	Free float	59,6%
Zysk netto	774,4	858,7	10,9%	1 242,1	44,7%	1 363,9	9,8%		
P/E	10,4	10,5		7,3		6,6		Zmiana ceny: 1m	0,0%
P/CE	3,8	4,1		3,4		3,2		Zmiana ceny: 6m	-18,5%
P/BV	0,7	0,6		0,6		0,5		Zmiana ceny: 12m	-16,0%
EV/EBITDA	4,2	3,4		3,3		3,3		Max (52 tyg.)	6,9
Dywid (%)	0,7	0,1		2,8		4,1		Min (52 tyg.)	4,8



Tauron po słabym sierpniu i pogorszeniu sentymentu z uwagi na drogie przejęcie aktywów Vattenfalla we wrześniu był tylko nieznacznie lepszy od szerokiego indeksu na spadkowym rynku. W naszej opinii bezpieczny profil działalności (55% EBITDA z dystrybucji, 15% z obrotu, ciepłownictwa i OZE) stawia Tauron w znacznie lepszej sytuacji od konkurencji w kontekście pogorszenia otoczenia makroekonomicznego. Warto także zwrócić uwagę, że system rekompensat KDT w przypadku spadku cen energii będzie chronił wynik segmentu wytwarzania (w ostatnich latach URE nie kwestionowało kalkulacji Spółki w tym zakresie). Tymczasem koncern już po uwzględnieniu w wynikach i długu netto przejętych aktywów jest wyceniany z 20% dyskontem do pozostałych spółek z regionu (dyskonto jest widoczne nie tylko na EV/EBITDA, ale również na P/E i P/CE), co nie znajduje uzasadnienia w fundamentach. Dodatkowo nie widzimy również powodów do tego, aby polskie spółki energetyczne w obecnym trudnym otoczeniu traciły na wartości równo z szerokim rynkiem. Po stabilizacji sytuacji makro inwestorzy powinni dojść bowiem do wniosku, że niższy wzrost PKB czy dynamiczne zmiany kursów walut w znacznie mniejszym stopniu wpłyną negatywnie na ten sektor niż na inne branże. Poprawie sentymentu do sektora powinny służyć także wyniki za 3Q. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

## Telekomunikacja



## Netia (Trzymaj)

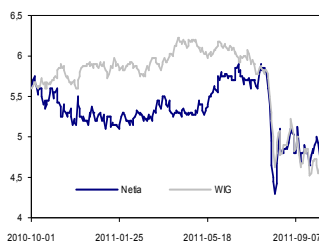
Cena bieżąca: 4,75 PLN

Cena docelowa: 5,4 PLN

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 505,9	1 575,9	4,7%	1 614,0	2,4%	1 685,0	4,4%	Liczba akcji (mln)	389,3
EBITDA	312,8	368,8	17,9%	381,4	3,4%	398,2	4,4%	MC (cena bieżąca)	1 849,4
marża EBITDA	20,8%	23,4%		23,6%		23,6%		EV (cena bieżąca)	1 450,0
EBIT	14,2	70,1	392,7%	104,1	48,4%	132,0	26,8%	Free float	55,0%
Zysk netto	88,7	61,2	-31,0%	109,3	78,6%	139,0	27,2%		
P/E	20,9	30,2		16,9		13,3		Zmiana ceny: 1m	-1,0%
P/CE	4,8	5,1		4,8		4,6		Zmiana ceny: 6m	-10,4%
P/BV	1,0	1,0		1,0		1,1		Zmiana ceny: 12m	-16,2%
EV/EBITDA	5,1	4,2		3,8		3,4		Max (52 tyg.)	5,9
Dywidenda (%)	0,0	0,0		4,1		5,9		Min (52 tyg.)	4,3



Netia dokonała akwizycji dwóch operatorów telekomunikacyjnych: Dialogu i Crowley Data. Bazując na prognozach 2011 spółki wycenione zostały na bazie wskaźnika EV/EBITDA na poziomie odpowiednio 6,4 i 6,0, przy notowaniach Netii w wysokości 3,8 (prognozy DI BRE). Spółka szacuje, że efekty synergii wyniosą 106 mln PLN rocznie, tj. 17% obecnych przychodów Dialogu i Crowley. Naszym zdaniem przejęcie ma co najwyżej neutralny wpływ na wycenę spółki. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

## Netia na zakupach

Netia i KGHM zawarły warunkową zobowiązującą umowę sprzedaży 100% udziałów w spółce telekomunikacyjnej Dialog. Cena sprzedaży wyniesie 944 mln PLN, z czego 890 mln PLN w gotówce oraz równowartość salda środków pieniężnych netto w Dialogu w wysokości 54 mln PLN. Skonsolidowana EBITDA Dialogu za cały 2011 rok szacowana jest na 139 mln PLN. Cena zostanie skorygowana o wartości określone w umowie w oparciu o mechanizm cenowy „locked-box”: (i) pomniejszona o wypłaty dokonane przez Dialog na rzecz KGHM w okresie od dnia 31 maja 2011 r. do daty zamknięcia oraz (ii) powiększona o odsetki naliczane od ceny w wysokości 4,76% rocznie, liczone od dnia 31 maja 2011 r. do dnia zamknięcia transakcji. Ponadto Netia zawarła umowę warunkową nabycia spółki Crowley Data, za łączną (EV) kwotę 31,8 mln USD (spółka zabezpieczyła kurs walutowy na poziomie 3,14), co daje kwotę w PLN równą 100 mln PLN. Zamknięcie transakcji zostało uzależnione od spełnienia się warunku zawieszającego w postaci uzyskania przez Netię zgody organu antymonopolowego na dokonanie akwizycji.

Wg Zarządu, skonsolidowana EBITDA pro forma na 2011 r. połączonych podmiotów wynosi 561 mln PLN a po uwzględnieniu wszystkich spodziewanych efektów synergii 667 mln PLN. Efekty synergii (m.in. niższe koszty zarządu, utrzymania sieci) docelowo powinny wynieść 106 mln PLN w skali roku. Mogą zostać wygenerowane w ciągu 12 miesięcy od zamknięcia transakcji, tj. do połowy 2013. Oznacza to, że pierwszym rokiem z „pełną” EBITDA będzie 2014. Skala oszczędności w przypadku połączonych spółek wynosi aż 17% przychodów podmiotów włączanych do Netii. Naszym zdaniem to bardzo dużo.



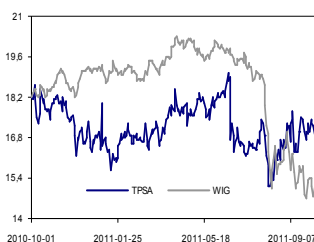
## TP SA (Trzymaj)

Cena bieżąca: 16,86 PLN    Cena docelowa: 16,1 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2011-04-05

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	16 560,0	15 616,2	-5,7%	15 483,4	-0,9%	15 395,2	-0,6%	Liczba akcji (mln)	1 335,6
EBITDA	6 246,0	4 734,0	-24,2%	5 787,3	22,3%	5 874,1	1,5%	MC (cena bieżąca)	22 519,0
marża EBITDA	37,7%	30,3%		37,4%		38,2%		EV (cena bieżąca)	27 346,5
EBIT	2 096,0	947,0	-54,8%	2 059,9	117,5%	2 204,4	7,0%	Free float	45,0%
Zysk netto	1 280,0	166,4	-87,0%	1 283,5	671,2%	1 394,6	8,7%		
P/E	17,6	135,3		17,5		16,1		Zmiana ceny: 1m	-2,5%
P/CE	4,1	5,7		4,5		4,4		Zmiana ceny: 6m	-4,7%
P/BV	1,4	1,5		1,6		1,7		Zmiana ceny: 12m	-7,5%
EV/EBITDA	4,3	5,7		4,7		4,6		Max (52 tyg.)	19,0
Dywid (%)	8,9	8,9		8,9		8,9		Min (52 tyg.)	15,1



**Podtrzymujemy neutralną rekomendację dla akcji TP. Wyniki za 2Q2011 nie odbiegają od naszych oczekiwań, z wypowiedzi przedstawicieli spółki perspektywa kolejnych kwartałów nie wnosi niczego nowego do naszej oceny. Zwracamy uwagę, że negatywne tendencje jakie dotyczą kurczenia się bazy abonenckiej telefonii stacjonarnej nadal są silne i nic nie wskazuje, żeby sytuacja miała się zmieniać w kolejnych kwartach. Coraz silniejszej konkurencji oczekujemy w przypadku dostępu do internetu, gdzie operatorem kablowym coraz wyraźniej „przeszkadza” internet mobilny. W samym 2H2010 liczba użytkowników transmisji danych przez 2G/3G wzrosła o 1 mln, przy praktycznie zerowym wzroście w xDSL.**

### Skup akcji własnych

13 października NWZA TPSA zdecyduje o przeprowadzeniu i skupie akcji własnych za łączną kwotę 800 mln PLN. Decyzja jest właściwie formalnością a inwestorzy od kilku tygodni wiedzą, że TP przeprowadzi skup. Bez wpływu na kurs.

### UKE podtrzymuje decyzje ws. dopłaty

Prezes UKE podtrzymał decyzję ws. wysokości dopłaty do usługi powszechnej w latach 2006-2009 na poziomie tylko 67 mln PLN. Pierwotnie TPSA wnioskowała o 803 mln PLN, po majowej decyzji UKE TP złożyła w tej sprawie odwołanie. Informacja negatywna, z drugiej strony kurs akcji TP zdyskontował ją już w maju. Dopłata ma raczej charakter spełnienia wymogów prawnych (dopłata jest zapisana w Ustawie) niż faktycznego wyrównania kosztów jej świadczenia.

### Nowe pomysły Komisji Europejskiej

Komisja Europejska chce przyspieszyć inwestycje dużych grup telekomunikacyjnych w światłowody. W tym celu zamierza ograniczyć zyskowność operatorów z usług świadczonych poprzez kable miedziane. Mechanizmem, który miałby to umożliwić jest kontrola marż z usług hurtowych. W tej sprawie rozpoczęły się już konsultacje środowiskowe. Dalsze ograniczanie marż hurtowych byłoby złą informacją dla TPSA. Nowe regulacje nie wejdą w życie wcześniej niż za rok. W Polskich realiach wpływ decyzji KE powinien być mniejszy, ze względu na to, że UKE i tak mocno ingeruje w rynek hurtowy (w tej sprawie toczyły się m.in. spory pomiędzy TPSA a UKE, TPSA twierdziła, że na mocy prawa unijnego UKE nie powinna ingerować tak silnie w hurt).

## Media



## Agora (Kupuj)

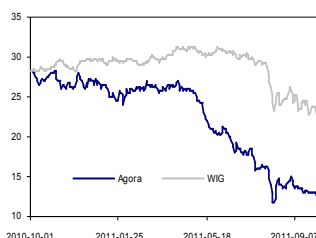
Cena bieżąca: 12,9 PLN

Cena docelowa: 19 PLN

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-09-14

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 110,1	1 116,7	0,6%	1 237,4	10,8%	1 271,1	2,7%	Liczba akcji (mln)	50,9
EBITDA	134,1	167,3	24,8%	164,7	-1,5%	155,1	-5,8%	MC (cena bieżąca)	657,1
marża EBITDA	12,1%	15,0%		13,3%		12,2%		EV (cena bieżąca)	548,5
EBIT	52,9	84,9	60,5%	76,9	-9,4%	65,6	-14,7%	Free float	49,9%
Zysk netto	38,3	71,9	87,8%	57,3	-20,4%	50,9	-11,1%		
P/E	17,2	9,1		11,5		12,9		Zmiana ceny: 1m	-4,4%
P/CE	5,5	4,3		4,5		4,7		Zmiana ceny: 6m	-51,1%
P/BV	0,5	0,5		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-53,9%
EV/EBITDA	3,5	3,5		3,3		3,3		Max (52 tyg.)	28,3
Dywidenda (%)	0,0	3,9		3,9		3,9		Min (52 tyg.)	11,8



Na bazie transakcji zakupu pakietu kontrolnego w Presspublice przez Grzegorza Hajdarowicza oraz cenie za jaką mniejszościowy pakiet na sprzedaż wystawił Skarb Państwa wartość segmentu prasowego Agory można oszacować na około 350 mln PLN, co wraz z wyceną pozostałych segmentów (200 mln PLN kino, 200 mln PLN outdoor, 150 mln PLN internet, 50 mln PLN radio, 70 mln PLN magazyny, 100 mln PLN gotówka, -160 mln PLN koszty na poziomie konsolidacji) działalności przełoży się na blisko 18,8 PLN na akcję. Na bazie tegorocznych wyników Agora wyceniana jest na poziomie 3,3xEV/EBITDA. Choć w negatywnym scenariuszu rynek reklamowy, a wraz z nim Agorę może czekać kolejny okres kurczenia się zwłaszcza w zakresie prasy, to jednak obecna wycena z nawiązką zdaje się dyskontować taki scenariusz. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

## Sprzedaż dzienników w lipcu

Rozpowszechnianie płatne *Gazety Wyborczej* spadło w lipcu o 7,8%. W tym samym czasie rozpowszechnianie płatne *Faktu*, *Gazety Codziennej* spadło o 12,6%, *Rzeczpospolitej* spadło o 10,5%, *Super Expressu* o 4,2%, a *Dziennika*. *Gazety Prawnej* zmniejszyło się o 14,9%. Po okresie większych spadków widać pierwsze symptomy łagodzenia negatywnych dynamik. Sprzedaż kioskowa w przypadku *Gazety Wyborczej* spadła o 9,1%, w *Rzeczpospolitej* o 30,6% i w *Dzienniku*. *Gazecie Prawnej* o 35,3%. Tym samym widać w drugim miesiącu z rządu zdecydowanie lepszą postawę tytułu Agory na tle innych dzienników opiniiotwórczych. Uwagę zwraca zwłaszcza *Dziennik*, którego sprzedaż kioskowa spadła do zaledwie 20,7 tys. egzemplarzy przy sprzedaży ogółem (bez innych form rozpowszechniania) na poziomie 69,3 tys. egzemplarzy.

## Zgoda UOKiK na przejęcie udziałów w Presspublice

UOKiK wyraził zgodę na przejęciu udziałów w Presspublica przez kontrolowany przez Grzegorza Hajdarowicza Gremi Media. Informacja zgodna z oczekiwaniami, gdyż *Rzeczpospolita* nie posiada dominującej pozycji na polskim rynku prasowym. Zwracamy jednak uwagę, że cena nabycia pakietu kontrolnego (51,01%) w Presspublica wyniosła 80 mln PLN. Biorąc pod uwagę, że mniejszościowy pakiet akcji w Presspublice został wyceniony przez Skarb Państwa na 60,5 mln PLN, całkowita wartość wydawcy kształtuje się na poziomie 140,5 mln PLN. Tymczasem sprzedaż *Rzeczpospolitej* jest obecnie 2,5-krotnie niższa niż sprzedaż *Gazety Wyborczej*. Implikowałoby to wycenę segmentu prasowego Agory na poziomie około 350 mln PLN. EV całej Agory wynosi tymczasem w tym momencie około 550 mln PLN.



## Cinema City (Akumuluj)

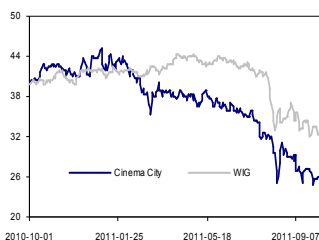
Cena bieżąca: 26 PLN

Cena docelowa: 42,9 PLN

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-03

(mIn EUR)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	211,6	240,6	13,7%	270,9	12,6%	317,9	17,4%	Liczba akcji (mln)	51,2
EBITDA	46,5	57,7	24,0%	61,6	6,7%	75,5	22,6%	MC (cena bieżąca)	1 331,2
marża EBITDA	22,0%	24,0%		22,7%		23,7%		EV (cena bieżąca)	1 271,5
EBIT	30,2	38,2	26,6%	41,2	7,6%	53,3	29,6%	Free float	17,6%
Zysk netto	24,4	33,2	35,7%	35,0	5,5%	45,5	30,0%		
P/E	12,3	9,2		8,7		6,7		Zmiana ceny: 1m	-11,0%
P/CE	7,4	5,8		5,5		4,5		Zmiana ceny: 6m	-33,3%
P/BV	1,7	1,4		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	-35,8%
EV/EBITDA	8,3	5,2		4,7		3,8		Max (52 tyg.)	45,1
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		23,0		Min (52 tyg.)	25,0



Czwarty kwartał stoi pod znakiem premiery Bitwy Warszawskiej 1920 3D, która w ciągu pierwszego weekendu wyświetlania sprzedała 215 tys. biletów (piąty wynik otwarcia w tym roku, trzeci pod względem wpływów sprzedażowych). Ponadto w Cinema City powinny być widoczne pierwsze efekty przeprowadzonej restrukturyzacji przejętych aktywów Palace Cinema oraz wprowadzonej na terytorium Polski optymalizacji podatkowej. Oczekujemy, że wszystkie te czynniki powinny pozytywnie przekładać się na wyniki ostatniego kwartału roku i pozwolić na odrobienie części ubytku wyników jaki powstał w pierwszej połowie roku. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

### Zakończenie restrukturyzacji polskich aktywów

Spółka poinformowała o zakończeniu restrukturyzacji aktywów operacyjnych na terenie Polski, o którym informowała w raporcie bieżącym z 25 sierpnia. W wyniku restrukturyzacji wszystkie spółki zależne w Polsce będą posiadały formę spółki komandytowo-akcyjnej. We wcześniejszym etapie restrukturyzacji większość udziałów polskich spółek zależnych (100%-1) zostało przekazanych do Forum 40 FIZ, którego 100% certyfikatów inwestycyjnych posiada spółka. Mniejszościowe pakiety (po 1 akcji) należą do CCI sp. z o.o. w 100% należącej do spółki. Celem całego procesu restrukturyzacji jest odroczenie obciążenia podatkowego w Polsce, ponieważ spółki komandytowo-akcyjne nie płacą podatków dochodowych tylko ich akcjonariusze – w tym wypadku zwolniony z podatku FIZ. Podatek zostanie zatem zapłacony dopiero w momencie umorzenia certyfikatów inwestycyjnych bądź też innej formy wypłaty udziału w zyskach na rzecz inwestorów z FIZ.



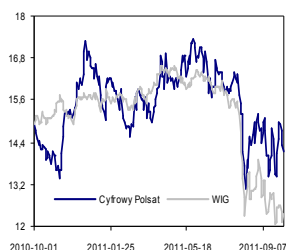
## Cyfrowy Polsat (Trzymaj)

Cena bieżąca: 14,15 PLN    Cena docelowa: 15,3 PLN

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-17

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 266,1	1 482,5	17,1%	1 528,8	3,1%	1 578,9	3,3%	Liczba akcji (mln)	268,3
EBITDA	327,4	406,9	24,3%	449,3	10,4%	479,2	6,6%	MC (cena bieżąca)	3 796,8
marża EBITDA	25,9%	27,5%		29,4%		30,3%		EV (cena bieżąca)	3 737,3
EBIT	285,5	325,8	14,1%	354,2	8,7%	358,3	1,2%	Free float	14,0%
Zysk netto	237,9	258,5	8,6%	286,8	11,0%	290,7	1,3%		
P/E	16,0	14,7		13,2		13,1		Zmiana ceny: 1m	-3,7%
P/CE	13,6	11,2		9,9		9,2		Zmiana ceny: 6m	-13,1%
P/BV	11,5	8,4		6,8		5,8		Zmiana ceny: 12m	-2,5%
EV/EBITDA	11,5	9,2		8,3		7,5		Max (52 tyg.)	17,4
Dywid (%)	5,3	4,0		4,7		5,0		Min (52 tyg.)	13,1



W wyniku transakcji przejęcia Telewizji Polsat Cyfrowy Polsat przestał być spółką defensywną w takim stopniu jakim był w okresie poprzedniego spowolnienia. Około 45% EBITDA generowanych jest obecnie przez mocno cykliczny segment nadawania telewizyjnego, a dodatkowo spółka jest w wysokim stopniu zalewarowana (ponad 3,0x dług netto/EBITDA). W około połowie zadłużenie Cyfrowego Polsatu jest w walutach obcych co dodatkowo powiększa naturalną ekspozycję walutową spółki i zwiększa wrażliwość jej wyników na otoczenie makroekonomiczne. Obecny rok stać będzie jeszcze pod znakiem monetyzowania poprawy zasięgu przez stacje tematyczne Grupy, co pozytywnie przekładać się będzie na osiągnięte wyniki finansowe segmentu nadawania telewizyjnego. Z drugiej strony mniejsze perspektywy rozwoju widać w segmencie płatnej telewizji, gdzie rynek wydaje się nasycony i jedynie usługa szerokopasmowego dostępu do internetu stanowić może bodziec do wzrostu. Bieżąca wycena dobrze odzwierciedla w naszej opinii profil ryzyka spółki. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

### Wyniki oglądalności stacji telewizyjnych w sierpniu

Całodobowa oglądalność Polsatu wzrosła w sierpniu z 13,4% do 13,8%. W tym samym czasie oglądalność kanału TVN spadła z 13,0% do 12,9%. Udział TVP1 spadł z 17,5% do 15,5%, a TVP2 z 12,6% do 11,6%. W skali całej Grupy Polsat oglądalność wzrosła z 19,0% do 21,6%, a w Grupie TVN spadła z 20,8% do 19,6%. W sierpniowych wynikach oglądalności nadal wyraźny jest trend umocnienia Grupy Polsat względem pozostałych głównych konkurentów. Tendencja ta utrzyma się naszym zdaniem do końca roku kiedy przestanie być na taką skalę widoczny efekt poszerzonego zasięgu technicznego (wejście na platformę Cyfra Plus i sieci Multimediiów. TVN mimo wzrostu nakładów na kontent telewizyjny nie jest póki co w stanie utrzymać dotychczasowych udziałów rynkowych i z pewnością będzie się to odbijało na tegorocznej dynamice przychodów reklamowych.

### Bez powiększenia panelu pomiarowego w 2012 roku

Nielsen Audience Measurement nie zwiększy panelu pomiarowego po tym jak grono jego klientów zwiększy się o TVP. W odczuciu małych stacji była to znakomita okazja, by wykorzystując większy budżet (dla TNS OBOP TVP płaciła za badania 13 mln PLN) powiększyć dokładność badań. Przeciw powiększaniu panelu głosowali jednak największe gracze (Polsat, TVN). Powiększenie panelu byłoby niekorzystną zmianą dla największych stacji, gdyż umacniałoby pozycję małych podmiotów, których pomiar oglądalności stałby się bardziej wiarygodny przez co mogłyby liczyć na większe zainteresowanie reklamodawców. Na rynku polskim cały czas mamy sytuację w której TVP, Polsat i TVN skupiają w swoich rękach blisko 90% telewizyjnego segmentu rynku reklamowego, mimo, że udział w oglądalności stopniowo maleje. Inwestorzy jednak nie brali pod uwagę możliwości zmiany panelu biorąc pod uwagę, że zależała ona w dużej mierze od decyzji największych. Decyzja ta nie zatrzyma też negatywnego trendu spadku udziałów w rynku dużych graczy w miarę jak kolejne stacje tematyczne będą uzyskiwały statystycznie istotną oglądalność.

### Kilka lat bez dywidendy?

W wypowiedzi dla prasy główny akcjonariusz Cyfrowego Polsatu Solorz-Żak wyraził opinię, że dywidenda z zysku będzie możliwa dopiero za kilka lat kiedy spółka ograniczy obecne zadłużenie wynikające z zakupu udziałów w Telewizji Polsat. Zaraz po ogłoszeniu transakcji Zarząd spółki zaznaczył, że zakup Telewizji Polsat przekładać się będzie na brak dywidendy z zysku w roku bieżącym i najprawdopodobniej przyszłym. Słowa głównego udziałowca zdają się potwierdzać taki scenariusz. Dodatkowo wspomniane „kilka lat” może sugerować, że okres bez dywidendy może się wydłużyć na kolejne lata (2013-2014).



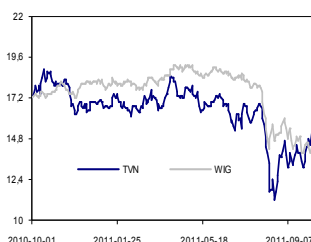
## TVN (Redukuj)

Cena bieżąca: 15,18 PLN    Cena docelowa: 12,2 PLN

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-09-06

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 123,4	2 490,7	17,3%	2 664,5	7,0%	2 893,1	8,6%	Liczba akcji (mln)	341,9
EBITDA	794,8	610,7	-23,2%	677,0	10,9%	770,5	13,8%	MC (cena bieżąca)	5 189,7
marża EBITDA	37,4%	24,5%		25,4%		26,6%		EV (cena bieżąca)	7 511,4
EBIT	612,1	363,8	-40,6%	415,1	14,1%	513,5	23,7%	Free float	43,7%
Zysk netto	420,8	42,8	-89,8%	41,9	-2,0%	335,2	699,7%		
P/E	12,3	121,3		123,8		15,5		Zmiana ceny: 1m	16,2%
P/CE	8,6	17,9		17,1		8,8		Zmiana ceny: 6m	-13,3%
P/BV	4,0	4,2		4,1		3,2		Zmiana ceny: 12m	-15,4%
EV/EBITDA	8,9	12,3		11,1		9,4		Max (52 tyg.)	18,8
Dywid (%)	5,1	2,0		0,0		0,2		Min (52 tyg.)	11,3



W trzecim kwartale TVN pokaże ponad 300 mln PLN straty netto. Wycena spółki (11,1xEV/EBITDA 2011) znajduje się obecnie na poziomie wyższym niż wycena Google, Yahoo czy regionalnego odpowiednika: CME (odpowiednio 8,0xEV/EBITDA, 8,9xEV/EBITDA i 10,0xEV/EBITDA). Inwestorzy zdają się nie przykładać uwagi do fundamentów spółki licząc na przejęcie kontroli nad spółką przez nowego inwestora i ogłoszenie wezwania na pozostałe akcje. Przy obecnej kapitalizacji i zadłużeniu spółki oznaczałoby to zainwestowanie przez inwestora około 7,25 mld PLN (bądź więcej jeżeli inwestor miałby zapłacić premię w stosunku do obecnego kursu). Tymczasem w połowie 2013 roku po wyłączeniu analogowego nadawania i pełnym przejściu na transmisję cyfrową polski rynek telewizyjny otworzy się na nowych graczy, którzy mogliby stworzyć stację o ogólnopolskim zasięgu. Dla potencjalnych nowych inwestorów TVN alternatywą jest więc odczekanie dwóch lat i zainwestowanie w rozwój własnych kanałów. Płacenie w tym momencie dużej premii do bieżących notowań (media spekulują nawet o 20 PLN na akcję, czyli 9,1 mld PLN wartości przedsiębiorstwa) wydaje się nieuzasadnione. Podtrzymujemy rekomendację redukcji.

### Wyniki oglądalności stacji telewizyjnych w sierpniu

Całodobowa oglądalność Polsatu wzrosła w sierpniu z 13,4% do 13,8%. W tym samym czasie oglądalność kanału TVN spadła z 13,0% do 12,9%. Udział TVP1 spadł z 17,5% do 15,5%, a TVP2 z 12,6% do 11,6%. W skali całej Grupy Polsat oglądalność wzrosła z 19,0% do 21,6%, a w Grupie TVN spadła z 20,8% do 19,6%. W sierpniowych wynikach oglądalności nadal wyraźny jest trend umocnienia Grupy Polsat względem pozostałych głównych konkurentów. Tendencja ta utrzyma się naszym zdaniem do końca roku kiedy przestanie być na taką skalę widoczny efekt poszerzonego zasięgu technicznego (wejście na platformę Cyfra Plus i sieci Multimediiów. TVN mimo wzrostu nakładów na контент telewizyjny nie jest póki co w stanie utrzymać dotychczasowych udziałów rynkowych i z pewnością będzie się to odbijało na tegorocznej dynamice przychodów reklamowych.

### ITI oczekuje za TVN 19-20 PLN na akcję

Według doniesień Dow Jones powołującej się na osobę zbliżoną do transakcji ITI liczy na oferty za posiadany pakiet TVN na poziomie 19-20 PLN za akcję. Jednocześnie źródło przyznaje, że przy obecnej wycenie rynkowej dopięcie transakcji będzie bardzo trudne. Doniesienie potwierdza naszą opinię, że rozbieżność w oczekiwaniach między sprzedającym a potencjalnymi kupującymi może spowodować przesunięcie terminu transakcji o 1-2 lata w oczekiwaniu na otoczenie makroekonomiczne bardziej sprzyjające spółce.

### Grupa Onet o rynku reklamy online

Zdaniem przedstawicieli Onetu rynek reklamy internetowej powinien rozwijać się w kolejnych dwóch latach w tempie 15-19%. Spółka chce utrzymać własny wzrost przychodów z reklamy powyżej średniej rynkowej. Spodziewa się ponadto, że udział reklamy internetowej w całym rynku reklamy wzrośnie do 16% w 2011 r. i 18% w 2012 r. Szacunki Onetu są zgodne z naszymi oczekiwaniami dla segmentu online w TVN. Problemem Grupy TVN jest jednak przede wszystkim sytuacja w segmencie telewizyjnym, gdzie spółka traci udziały rynkowe, a do tego dynamika segmentu jest zdecydowanie słabsza niż w przypadku segmentu internetowego.

### Bez powiększenia panelu pomiarowego w 2012 roku

Nielsen Audience Measurement nie zwiększy panelu pomiarowego po tym jak grono jego klientów zwiększy się o TVP. W odczuciu małych stacji była to znakomita okazja, by wykorzystując większy budżet (dla TNS OBOP TVP płaciła za badania 13 mln PLN) powiększyć dokładność badań. Przeciw powiększaniu panelu głosowali jednak największy gracze (Polsat, TVN). Powiększenie panelu byłoby niekorzystną zmianą dla największych stacji, gdyż



umacniałyby pozycję małych podmiotów, których pomiar oglądalności stałby się bardziej wiarygodny przez co mogłyby liczyć na większe zainteresowanie reklamodawców. Na rynku polskim cały czas mamy sytuację w której TVP, Polsat i TVN skupiają w swoich rękach blisko 90% telewizyjnego segmentu rynku reklamowego, mimo, że udział w oglądalności stopniowo maleje. Inwestorzy jednak nie brali pod uwagę możliwości zmiany panelu biorąc pod uwagę, że zależała ona w dużej mierze od decyzji największych. Decyzja ta nie zatrzyma też negatywnego trendu spadku udziałów w rynku dużych graczy w miarę jak kolejne stacje tematyczne będą uzyskiwały statystycznie istotną oglądalność.

## IT



## AB (Kupuj)

Cena bieżąca: 19 PLN

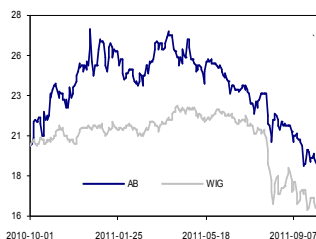
Cena docelowa: 27,6 PLN

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-08-04

Podstawowe dane (mIn PLN)

(mIn PLN)	2008/09	2009/10	zmiana	2010/11P	zmiana	2011/12P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 839,7	2 882,1	1,5%	3 543,1	22,9%	3 298,9	-6,9%	Liczba akcji (mln)	15,5
EBITDA	81,9	63,7	-22,1%	71,9	12,8%	66,2	-8,0%	MC (cena bieżąca)	293,7
marża EBITDA	2,9%	2,2%		2,0%		2,0%		EV (cena bieżąca)	378,4
EBIT	76,5	58,3	-23,8%	62,8	7,8%	60,5	-3,6%	Free float	45,8%
Zysk netto	27,0	35,2	30,4%	51,6	46,9%	42,8	-17,1%		
P/E	11,2	8,4		5,7		6,9		Zmiana ceny: 1m	-6,9%
P/CE	9,4	7,2		4,8		6,1		Zmiana ceny: 6m	-25,3%
P/BV	1,1	1,0		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	-12,0%
EV/EBITDA	5,0	6,5		5,3		5,4		Max (52 tyg.)	27,2
Dyyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	19,0



Po wrześniowych spadkach (spółka straciła na wartości około 13%) waluacja spółki spadła na historycznych wynikach zakończonego roku do poziomu 5,7xP/E 2010/2011 oraz 5,3xEV/EBITDA 2010/2011 (6,8xP/E oraz 5,8xEV/EBITDA na wynikach skorygowanych o rozwiązanie rezerwy na spór z Raiffeisenem). Można zatem przyjąć, że w chwili obecnej przez inwestorów dyskontowany jest scenariusz obniżenia wyników spółki o połowę w stosunku do obecnej wartości. Tymczasem początek roku nie wskazuje jeszcze na gwałtowne załamanie popytu na sprzęt informatyczny. Dodatkowo duży dystrybutorzy tacy jak AB w negatywnym scenariuszu powinni konsolidować rynek, co ograniczać będzie potencjał spadku obrotów. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

#### Podpisanie umowy dystrybucyjnej z Apple

AB poinformowało o podpisaniu umowy z Apple, na mocy której AB zostało autoryzowanym dystrybutorem komputerów Mac, iPadów, odtwarzaczy iPod i akcesoriów produkcji Apple. Przedmiotem umowy jest sprzedaż przez Emitenta produktów Apple we własnym imieniu i na własny rachunek na terytorium Polski. Umowę oceniamy umiarkowanie pozytywnie. Dzięki niej oferowany przez spółkę asortyment rozszerza się o bardzo popularne i szybko znikające z półek sklepowych produkty Apple'a. Apple mocno pilnuje marż swoich dystrybutorów dlatego należy oczekiwać, że rentowność na jego produktach będzie poniżej średniej, jednak poprzez wolumen i tak współpraca przełoży się na poprawę wyników AB.



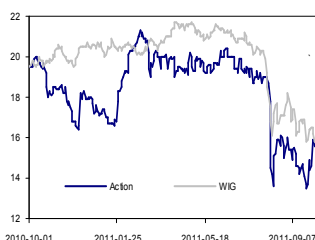
## Action (Trzymaj)

Cena bieżąca: 15,5 PLN    Cena docelowa: 18,16 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-08-04

(mIn PLN)	2008/09	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 079,4	2 160,7	-29,8%	2 320,1	7,4%	2 545,5	9,7%	Liczba akcji (mln)	17,2
EBITDA	49,9	48,9	-1,9%	53,8	9,9%	59,4	10,5%	MC (cena bieżąca)	267,1
marża EBITDA	1,6%	2,3%		2,3%		2,3%		EV (cena bieżąca)	333,5
EBIT	38,1	37,2	-2,3%	44,8	20,5%	50,3	12,4%	Free float	25,7%
Zysk netto	23,3	26,4	13,2%	32,3	22,6%	37,3	15,5%		
P/E	11,5	10,1		8,3		7,2		Zmiana ceny: 1m	4,0%
P/CE	7,6	7,0		6,5		5,8		Zmiana ceny: 6m	-19,7%
P/BV	1,5	1,4		1,3		1,1		Zmiana ceny: 12m	-21,1%
EV/EBITDA	6,3	7,0		6,2		5,4		Max (52 tyg.)	21,3
Dywid (%)	0,0	5,2		3,7		4,8		Min (52 tyg.)	13,5



Zakładając osiągnięcie wyniku netto przewidzianego prognozą Zarządu (naszym zdaniem nie jest ona w żaden sposób zagrożona) Action pozostaje w tej chwili relatywnie droższy od swoich konkurentów. Buyback jaki został przegłosowany w ostatnich tygodniach i na który przeznaczone ma zostać do 30 mln PLN powinien, uwzględniając ograniczoną płynność spółki, stabilizować kurs akcji. Nie przełoży się on raczej jednak na wzrost notowań. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

### NWZA za skupem akcji własnych

Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy upoważniło Zarząd do przeprowadzenia skupu akcji własnych za maksymalnie 30 mln PLN przez okres do 5 lat. Maksymalna liczba akcji skupionych w buybacku nie może przekroczyć 3,282 mln akcji (20% wyemitowanego kapitału). Zadłużenie netto spółki wynosi według stanu na koniec półrocza około 112 mln PLN, co ograniczać będzie tempo realizacji skupu akcji. Rozpoczęcie skupu powinno jednak stabilizować kurs spółki w najbliższym okresie.



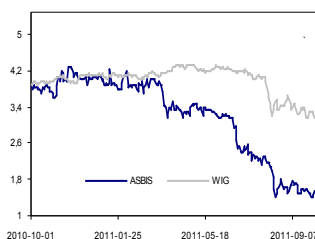
## ASBIS (Kupuj)

Cena bieżąca: 1,45 USD    Cena docelowa: 2,16 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-08-17

(mIn USD)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 167,9	1 435,1	22,9%	1 559,8	8,7%	1 650,1	5,8%	Liczba akcji (mln)	55,5
EBITDA	5,8	12,4	114,4%	14,4	16,0%	19,6	36,0%	MC (cena bieżąca)	80,5
marża EBITDA	0,5%	0,9%		0,9%		1,2%		EV (cena bieżąca)	235,6
EBIT	2,9	9,4	226,4%	11,3	20,3%	16,4	45,0%	Free float	3267,6%
Zysk netto	-3,2	0,9		1,9	97,2%	5,9	214,4%		
P/E		25,8		13,1		4,2		Zmiana ceny: 1m	-17,1%
P/CE		6,3		5,0		2,7		Zmiana ceny: 6m	-57,4%
P/BV	0,3	0,3		0,3		0,2		Zmiana ceny: 12m	-62,1%
EV/EBITDA	6,2	5,3		5,0		3,9		Max (52 tyg.)	4,3
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	1,4



Prognoza Zarządu przewiduje wypracowanie w tym roku 3,0 mln USD zysku netto. W świetle wyników pierwszego półrocza, a także wrześniowego niekorzystnego zachowania kursów walutowych należy się spodziewać, że cel ten pozostanie daleko poza zasięgiem spółki. Z drugiej strony wartość księgowa kapitałów własnych jest w przypadku Asbisu ponad 3,3-krotnie wyższa od obecnej wartości rynkowej spółki. Taka wycena implikuje odpisanie większości wrażliwych cenowo aktywów spółki. Ponadto straty poniesione w wyniku zmian kursów walutowych należy zaliczyć do wydarzeń jednorazowych. Na naszych nowych prognozach spółka notowana jest na przyszły rok przy wskaźnikach 4,2xP/E 2012 i 3,9xEV/EBITDA 2012. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.



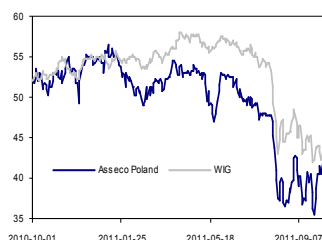
## Asseco Poland (Kupuj)

Cena bieżąca: 41,99 PLN    Cena docelowa: 65 PLN

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-27

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 050,3	3 237,7	6,1%	4 641,3	43,4%	4 862,1	4,8%	Liczba akcji (mln)	77,6
EBITDA	646,1	695,0	7,6%	812,5	16,9%	844,3	3,9%	MC (cena bieżąca)	3 257,0
marża EBITDA	21,2%	21,5%		17,5%		17,4%		EV (cena bieżąca)	4 192,9
EBIT	525,5	569,0	8,3%	660,0	16,0%	688,6	4,3%	Free float	66,8%
Zysk netto	373,4	415,1	11,2%	389,3	-6,2%	421,2	8,2%		
P/E	8,7	7,8		8,4		7,7		Zmiana ceny: 1m	7,9%
P/CE	6,6	6,0		6,0		5,6		Zmiana ceny: 6m	-20,0%
P/BV	0,8	0,6		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-21,7%
EV/EBITDA	5,7	5,9		5,2		4,7		Max (52 tyg.)	56,5
Dywid (%)	3,5	3,5		4,3		3,9		Min (52 tyg.)	35,5



Wbrew powszechnym oczekiwaniom wrześniowe NWZA odrzuciło projekt skupu akcji własnych za 600 mln PLN obejmujący do 33% wyemitowanego kapitału, co odbieramy jako informację negatywną i pozostającą w sprzeczności z interesem akcjonariuszy. Mimo tej negatywnej informacji obecna wycena spółki (8,4xP/E 2011 i 5,2xEV/EBITDA 2011) wydaje się nieuzasadniona perspektywami spółki. Przy obecnej kapitalizacji w przypadku spadku wyniku generowanego przez Grupę o 1/3 wycena wzrosłoby do 12xP/E i taki scenariusz wydaje się wyceniać rynek. Tymczasem scenariusz takiego ubytku wyniku jest w przypadku spółki z dużym udziałem długoletnich kontraktów mało prawdopodobny. Ponadto w ostatnich dniach opublikowana została krótka lista w części przetargów na realizację projektu e-zdrowie i Asseco Poland znalazło się na trzech z czterech możliwych list. Pozyskanie kolejnych publicznych kontraktów dodatkowo wzmocniłoby pozycję Asseco Poland i zabezpieczyło na scenariusz globalnego spowolnienia w kolejnych latach. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

### Buyback przepadł w głosowaniu

NWZA zagłosowało przeciw projektowi skupu akcji własnych przewidującemu przeznaczenie do 600 mln PLN w ciągu 5 lat na zakup do 25,3 mln akcji spółki. Za projektem głosowało 63,35% głosów zarejestrowanych na WZA, przy wymaganym progu poparcia na poziomie 66,6%. Do przegłosowania uchwały zabrakło nieco ponad 3% głosów obecnych na Zgromadzeniu. Dlatego też można przypuszczać, że w przypadku ponowienia głosowania nad projektem przy wyższej frekwencji na Walnym (naszym zdaniem wielu akcjonariuszy pozytywnie podchodzących do buybacku nie zarejestrowało się na NWZA wierząc w pewny wynik głosowania) udałoby się przegłosować przeprowadzenie skupu. Ostatnie komunikaty ze strony przedstawicieli spółki wskazują jednak, że spółka może zaniechać planu skupu akcji i wrócić do projektów przejęć. Z punktu widzenia notowań byłoby to bardzo złe rozwiązanie. Gorszym, ale akceptowalnym rozwiązaniem byłaby wypłata wyższej dywidendy z zysku, jednak z uwagi na czas gdy gotówka mogłaby trafić do akcjonariuszy jak i stabilizujący wpływ buybacku na kurs bezsprzecznie najlepszym rozwiązaniem byłby skup akcji. Jeżeli spółka stałaby dalej przy swoim stanowisku zawieszenia pomysłu buybacku należy oczekiwać, że dalej notowania spółki pozostałyby oderwane od fundamentów.

### Otago kupuje Silvermedia

W 100% zależna od Asseco Poland spółka Otago nabyła zorganizowaną część przedsiębiorstwa Silvermedia, zajmującą się dostarczaniem rozwiązań dla zarządzania oświatą. Przejęta część przedsiębiorstwa obsługuje 4,5 tys. szkół w ponad 20 miastach. Jej rozwiązania wspierają rekrutację, obsługują elektroniczne dzienniki, pomagają w wystawianiu świadectw i legitymacji. Szacujemy, że przejęte aktywa generują około 2-3 mln PLN przychodów rocznie. Nie stanowi to więc z punktu widzenia całej Grupy znaczącego zwiększenia skali działalności. Rozwój w obszarze obsługi samorządów jest naszym zdaniem krokiem słusznym, gdyż pozwala zagospodarowywać zapomnianą w tej chwili niszę rynkową.

### Potencjalna szansa na wdrożenie systemu w BGK

Według doniesień prasy BGK rozważa wymianę systemu informatycznego odpowiadającego bieżącym potrzebom Banku w zakresie obsługi budżetu państwa. Wśród potencjalnych wykonawców nowego systemu wymieniani są Asseco Poland i Sygnity. Zdaniem przedstawicieli BGK nowy system może stanowić koszt kilkudziesięciu milionów złotych. Zgodnie z treścią artykułu pomysł wymiany systemu jest w bardzo wczesnej fazie i najprawdopodobniej konkurs nie zostanie rozpisany przed końcem roku. Dlatego też zbyt wcześnie jest w naszej opinii by dyskutować jakiegokolwiek rozstrzygnięcia w tej kwestii.

### **Zamiast buybacku wyższa dywidenda i przejęcie?**

Zgodnie z wypowiedzią udzieloną przez Prezesa Adama Górala Reutersowi Asseco Poland w związku z odrzuceniem projektu skupu akcji za 600 mln PLN przez akcjonariuszy na NWZA chce w tej sytuacji wydać do 300 milionów PLN, na przejęcie w Polsce oraz wypłatę wyższej niż z zysku za 2010 rok dywidendy. Spodziewamy się, że ponad połowa z 300 mln PLN przeznaczona byłaby na wypłatę dywidendy, co przekładałoby się na jej około 20% wzrost w porównaniu do bieżącego roku. Nie stanowi to jednak dla akcjonariuszy rekompensaty za brak skupu akcji. Nie widzimy żadnego sensu w dalszych przejęciach spółek na rynku polskim, gdzie Asseco ma już dominującą pozycję i powinno dalej rozwijać się przez zdobywanie rynku a nie jego kupowanie. Kupno spółek bez unikalnych rozwiązań informatycznych sprowadza się jedynie do „kupowania” przychodów i wyników i nie stwarza wartości dla akcjonariuszy, chyba, że zakup odbędzie się po atrakcyjnych cenach (tj. wskaźnikach niższych od bieżących wskaźników Asseco Poland).

### **Złożenie najniższej oferty w przetargu na ŚKUP**

Asseco Poland w konsorcjum z BRE Bankiem złożyło najniższą ofertę w przetargu na ŚKUP (Śląską Kartę Usług Publicznych). Wartość oferty to około 189,6 mln PLN. ŚKUP ma pozwalać na dokonywanie elektronicznych płatności za usługi publiczne. Karta będzie służyć jako identyfikator mieszkańca, nośnik certyfikatu podpisu elektronicznego oraz elektroniczna portmonetka za pomocą, której będzie można płacić za usługi instytucji zaangażowanych w projekt (m.in. opłaty parkingowe). Integralną częścią projektu będzie Portal Klienta - elektroniczna platforma udostępniająca i integrująca usługi publiczne świadczone drogą online. Czas realizacji zamówienia to 81 miesięcy. Projekt ten będzie realizowany przez blisko 7 lat stąd jego wpływ na roczne wyniki Grupy będzie ograniczony: średnio w ciągu roku przychody z jego tytułu wyniosą około 28 mln PLN (do podziału między konsorcjantów). Asseco dodaje jednak do swojego backlogu kolejny długoterminowy kontrakt, który będzie działał stabilizująco na przychody w wypadku spowolnienia koniunktury w branży.



## ComArch (Zawieszona)

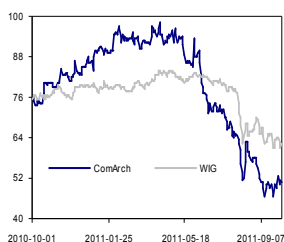
Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-10-06

Cena bieżąca: 51 PLN

Cena docelowa: -

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	729,4	761,7	4,4%	803,5	5,5%	852,7	6,1%	Liczba akcji (mln)	8,1
EBITDA	56,2	64,0	13,9%	86,1	34,5%	97,8	13,6%	MC (cena bieżąca)	410,6
marża EBITDA	7,7%	8,4%		10,7%		11,5%		EV (cena bieżąca)	299,9
EBIT	14,3	23,5	63,6%	47,1	100,7%	59,3	26,0%	Free float	22,5%
Zysk netto	32,3	43,4	34,4%	43,6	0,5%	51,2	17,4%		
P/E	12,7	9,5		9,4		8,0		Zmiana ceny: 1m	0,0%
P/CE	5,5	4,9		5,0		4,6		Zmiana ceny: 6m	-46,1%
P/BV	0,7	0,7		0,7		0,6		Zmiana ceny: 12m	-30,9%
EV/EBITDA	5,7	5,0		3,5		2,8		Max (52 tyg.)	98,0
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		3,7		Min (52 tyg.)	46,7



ComArch mocno rozczarował wynikami osiągniętymi w drugim kwartale roku. Zawód przyniosły nie tylko przynoszące straty spółki celowe i ComArch Software und Beratung, ale również pozostałe aktywa spółki włączając spółkę-matkę. Poza słabymi bieżącymi wynikami Comarchu niepokój budzi znaczne osłabienie tempa pozyskiwania nowych kontraktów. W tej chwili wzrost wartości backlogu w porównaniu do analogicznego okresu ubiegłego roku wynosi 4,2% (kwartał wcześniej 19,9%), co zdaniem Zarządu nie gwarantuje wzrostu przychodów w bieżącym roku. Z uwagi na słabość drugiego kwartału nasze prognozy wydają się w tej chwili poza zasięgiem spółki. W najbliższym czasie przedstawimy aktualizację rekomendacji na Comarch. Do tego czasu zawieszamy naszą rekomendację.

### Zwiększenie zaangażowania w Comarch SuB

Comarch AG zwiększył zaangażowanie w Comarch SuB z 80,89% do 92,32%. Wzrost zaangażowania odbył się w wyniku objęcia 3.988.288 akcji nowej emisji za łączną kwotę 6,78 mln EUR. Zarząd Comarchu już wcześniej sygnalizował taki ruch, a objęcie akcji odbyło się po cenie zbliżonej do obecnych notowań akcji Comarch SuB. Z tego względu zwiększenie zaangażowania nie powinno mieć istotnego przełożenia na notowania Comarchu. Z drugiej strony należy jednak pamiętać, że Comarch SuB od momentu przejścia mocno zawodzi inwestorów i wielokrotnie uwidoczniły się w tej spółce trudności z restrukturyzacją. Zwiększenie udziałów może więc też wpływać na powiększenie udziałów w generowanej stracie Comarchu SuB jeśli takie nadal będą występować.

### Przywrócenie do przetargu w PGE

Według nieoficjalnych informacji PAP po ponownej ocenie ofert w przetargu na budowę i wdrożenie Centralnego Systemu Obsługi Rozliczeń Klientów (CSORK) w PGE do dalszego etapu postępowania zostało zakwalifikowanych pięciu wykonawców w tym konsorcjum, którego liderem jest Comarch. Z przetargu odpadło konsorcjum z Compem, które było na krótkiej liście po pierwszej ocenie ofert. Szacunkowa wartość kontraktu to ponad 100 mln PLN. Na krótkiej liście przetargu obok Comarchu znajdują się również Accenture, Energo-Moc Wzorcownia i ZSK, Hewlett-Packard Polska, Siemens IT Solutions and Services oraz Fujitsu Technology Solutions. Zwłaszcza konkurencja ze spółek zagranicznych będzie groźna biorąc pod uwagę, że Comarch ma relatywnie małe doświadczenie w usługach dla spółek energetycznych.



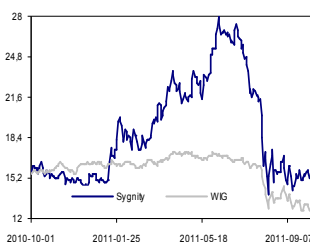
## Sygnity (Kupuj)

Cena bieżąca: 15,89 PLN    Cena docelowa: 20,8 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-08-11

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	563,2	524,0	-7,0%	552,0	5,3%	611,8	10,8%	Liczba akcji (mln)	11,9
EBITDA	-69,1	-7,5	-89,2%	37,2		44,2	18,8%	MC (cena bieżąca)	188,9
marża EBITDA	-12,3%	-1,4%		6,7%		7,2%		EV (cena bieżąca)	192,7
EBIT	-103,6	-34,3	-66,9%	16,7		30,1	80,6%	Free float	82,5%
Zysk netto	-104,5	-42,8	-59,1%	3,8		17,7	365,4%		
P/E				49,6		10,7		Zmiana ceny: 1m	6,0%
P/CE				7,8		5,9		Zmiana ceny: 6m	-29,7%
P/BV	0,7	0,8		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	-0,9%
EV/EBITDA				5,2		4,1		Max (52 tyg.)	28,0
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	14,0



W minionym miesiącu z Sygnity napłynęły pozytywne informacje dotyczące tempa kontraktacji. Kontrakt z MON, wybór najlepszej oferty na lubuski e-urząd znacznie poprawiają perspektywy zarówno bieżącego jak i przyszłego roku. Dodatkowo spółka znalazła się na krótkiej liście w czterech przetargach na realizację projektu e-zdrowia na łączną kwotę 360 mln PLN netto. Przy zoptymalizowanej stronie kosztowej słaby backlog wydawał się główną przeszkodą w osiągnięciu przez spółkę bardzo dobrych wyników. Pozyskane w ostatnich tygodniach kontrakty, a także pojawiające się perspektywy pozyskania kolejnych stwarzają potencjał dla poprawy notowań spółki, która notowana jest przy 10,7xP/E 2012 oraz 4,1xEV/EBITDA 2012. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

### Cele emisji obligacji

Zgodnie z przedstawionym na konferencji powynikowej planowana emisja obligacji miałyby odbyć się w czterech transzach, z których każda miałyby być poświęcone innemu celowi. Pierwsza transza emisji warta około 33,0 mln PLN byłaby przeznaczona na zrefinansowanie obecnego zadłużenia i obniżenie kosztów odsetkowych długu (według szacunków Zarządu o 0,9 mln PLN w skali roku). Druga transza emisji posłużyłaby rozwojowi nowych produktów w segmencie utilities oraz przygotowanie spółki do współpracy z globalnym partnerem, a jej wartość wyniosłaby 20-25 mln PLN. Trzecia seria poświęcona będzie akwizycjom (30-50 mln PLN). Ostatnia, czwarta seria ma sfinansować rozwój nowych produktów w segmentach innych niż utilities.

### Kontrakt z MON za 80,0 mln PLN

Sygnity poinformowało o podpisaniu z Ministerstwem Obrony Narodowej umowy na dostawę sieciowego sprzętu, systemu do zarządzania zgodnością polityką urządzeń sieciowych, wykonanie usługi wdrożenia oraz migrację sieci, usługi wsparcia inżynierskiego, rozbudowę systemu monitorowania ruchu i wydajności aplikacji, uruchomienie systemu telefonii IP i instalację terminali wideokonferencyjnych. Wartość umowy to 80,0 mln PLN. Wykonanie Umowy w zakresie dostawy sprzętu i systemu do zarządzania zgodnością polityką urządzeń sieciowych powinno nastąpić w terminie 12 miesięcy od daty jej zawarcia. Świadczenia gwarancyjne dla sprzętu, oparte o świadczenia gwarancyjne producenta sprzętu będą świadczone w okresach od 12 do 36 miesięcy. Jest to bardzo duży kontrakt stanowiący około 12,0% wartości naszej tegorocznej prognozy przychodów spółki. Mimo, że jest on oparty głównie o obce rozwiązania sprzętowe można oczekiwać, że będzie miał duże przełożenie na osiągnięte przez spółkę wyniki. Oczekujemy pozytywnej reakcji rynku.

### Zakończenie pierwszego etapu skupu akcji własnych

Sygnity poinformowało, że w wyniku nabycia 210 tys. akcji własnych zakończyło pierwszy etap skupu. Łączna cena zapłacona za skupione akcje wyniosła 3,672 mln PLN, co przekłada się na 18,74 PLN za akcję. Informacja techniczna.

### Rozpoczęcie drugiego etapu skupu akcji własnych

Spółka poinformowała o rozpoczęciu drugiego etapu zakupu akcji własnych. W jego ramach, podobnie jak w przypadku pierwszego etapu skupionych zostanie do 210 tys. akcji. Skala buybacku nie jest duża w proporcji do wyemitowanego kapitału spółki. Mimo to stanowić może wsparcie dla obecnych notowań. Na zakup akcji w ramach drugiej transzy przeznaczone będzie do 5,027 mln PLN, co przekłada się na maksymalną średnią cenę nabycia na poziomie 23,94 PLN.

### Potencjalna szansa na wdrożenie systemu w BGK

Według doniesień prasy BGK rozważa wymianę systemu informatycznego odpowiadającego bieżącym potrzebom Banku w zakresie obsługi budżetu państwa. Wśród potencjalnych



wykonawców nowego systemu wymieniani są Asseco Poland i Sygnity. Zdaniem przedstawicieli BGK nowy system może stanowić koszt kilkudziesięciu milionów złotych. Zgodnie z treścią artykułu pomysł wymiany systemu jest w bardzo wczesnej fazie i najprawdopodobniej konkurs nie zostanie rozpisany przed końcem roku. Dlatego też zbyt wcześnie jest w naszej opinii by dyskutować jakiegokolwiek rozstrzygnięcia w tej kwestii.

## Górnictwo, metale



## JSW (Kupuj)

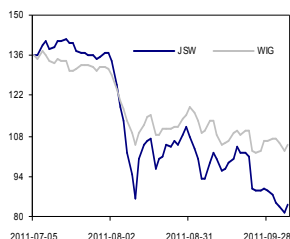
Cena bieżąca: 84 PLN

Cena docelowa: 119 PLN

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2011-08-11

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	4 470,1	7 288,9	63,1%	9 419,6	29,2%	9 631,9	2,3%	Liczba akcji (mln)	119,2
EBITDA	33,7	2 770,5	8121,1%	3 194,4	15,3%	4 013,6	25,6%	MC (cena bieżąca)	10 013,5
marża EBITDA	0,8%	38,0%		33,9%		41,7%		EV (cena bieżąca)	7 451,0
EBIT	-716,5	1 946,9		2 358,7	21,2%	3 061,0	29,8%	Free float	33,0%
Zysk netto	-646,3	1 454,2		1 760,8	21,1%	2 349,2	33,4%		
P/E		6,3		5,7		4,3		Zmiana ceny: 1m	-9,7%
P/CE	88,0	4,0		3,9		3,0		Zmiana ceny: 6m	
P/BV	1,9	1,5		1,2		1,0		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	264,2	2,7		2,3		1,6		Max (52 tyg.)	141,5
Dywid (%)	0,2	1,4		1,3		5,3		Min (52 tyg.)	81,3



Spółka rozczarowała wynikami za 2Q, ale również poniżej oczekiwań oceniamy wypowiedzi Zarządu w kwestii przyszłej produkcji. Wszystko wskazuje na to, że również 3Q będzie się charakteryzował relatywnie niską produkcją (uruchomienie pełnego wydobycia w Jas-Mos i Krupińskim dopiero we wrześniu/październiku; -0,3 mln ton), co oznacza, że nawet przy planowanym wzroście wydobycia z pozostałych ścian tegoroczna produkcja nie przekroczy 13 mln ton. Również na przyszły rok Zarząd ostrzegł, że realizowane obecnie prace przygotowawcze opóźniają się i spółka najprawdopodobniej nie osiągnie zakładanego poziomu 14 mln ton wydobycia. Tym niemniej, pomimo że osiągnięte wyniki produkcyjne są niższe niż oczekiwania, w 3Q i kolejnych kwartałach produkcja będzie rosła w stosunku do 1H2011. Kontraktowane ceny na 3Q są wysokie i wynoszą 300 USD/t dla węgla koksującego, cena złotówkowa istotnie rośnie. Pierwsze kontrakty zawierane na 4Q wskazują cenę ok. 285 USD/t. Są to poziomy wyższe niż pierwotnie zakładaliśmy w naszych prognozach. Nadal uważamy, że w 2H spółka powinna wypracować ponad 1 mld PLN zysku netto. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

## Zarząd o wydobyciu – cena węgla w PLN rośnie

JSW prognozuje, że w tym roku kopalnie JSW wydobędą nie mniej niż 12,5 mln ton, natomiast w przyszłym roku produkcja w JSW będzie większa o 1 mln ton. W 2010 roku Grupa JSW wydobyla 9,1 mln ton węgla koksowego oraz 4,2 mln ton węgla energetycznego. Zarząd sugerował w trakcie konferencji po wynikach za 2Q, że tegoroczne i przyszłoroczne wydobycie będzie niższe niż pierwotnie zakładano. Poziomy przedstawione teraz przez Zarząd są zgodne z wcześniejszymi sugestiami. W krótkim okresie (2H2011) widzimy szansę na istotną poprawę wyników spółki w związku z wyższym wolumenem wydobycia w stosunku do 1H (m.in. ponowne uruchomienie ścian w kopalni Jas-Mos, zgodne z harmonogramem zwiększenie wydobycia w pozostałych kopalniach), ale przede wszystkim wyższych cen węgla koksującego. Pomimo spadku cen węgla w ujęciu USD, cena złotówkowa istotnie rośnie. Podczas gdy w lipcu spółka sprzedawała węgiel koksujący w cenie 301 USD/t, tj. 843 PLN/t, to w kontraktach na 4Q spodziewana cena na poziomie 280 USD/t implikuje cenę złotówkową w wysokości 910 PLN/t. Ryzyko wyników pojawia się w przyszłym roku, jeżeli ceny węgla spadałyby szybciej niż oczekiwaliśmy. W naszej prognozie zakładaliśmy poziom 245 USD/t dla węgla typ 35, tj. o 15% mniej niż w 2011. Prognoza była przygotowana przy kursie PLN/USD na poziomie 2,75. Utrzymanie się obecnego poziomu, tj. 3,25 w całości niweluje negatywny wpływ spadku cen wyrażonych w USD. Zwiększenie wolumenu produkcji istotnie poprawia wyniki w ujęciu r/r.

## Korzystna decyzja Trybunału

Trybunał Konstytucyjny orzekł, że wyrobiska górnicze nie będą objęte podatkiem. To bardzo dobra informacja dla spółek górniczych, które od 2006 roku tworzyły na ten cel rezerwy. Wykładnia TK powinna wpłynąć na decyzje sądów, które będą wydawały wyroki korzystne dla górnictwa, co pozwoli na rozwiązanie rezerw. W przypadku JSW jest to kwota 274 mln PLN (2,1 PLN na akcję, spółka zapłaciła już 161 mln PLN, tj. 0,65 PLN na akcję), w przypadku LWB ok. 62 mln PLN (1,8 PLN na akcję). W latach 2004-2005 spółka zapłaciła z tego tytułu 14 mln PLN, które również powinna odzyskać (razem na akcje 2,23 PLN). W przypadku JSW i LWB dotychczas obniżaliśmy wycenę spółki o wartość rezerw. Poprawią się również przyszłe wyniki spółek, które nie będą dotwarzały nowych rezerw. W przypadku JSW chodzi o kwotę ok. 50 mln PLN, w przypadku LWB ok. 14 mln PLN rocznie. Informacja powinna pozytywnie wpływać na wyceny spółek.



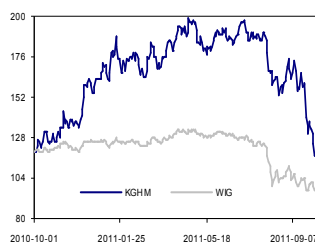
## KGHM (Kupuj)

Cena bieżąca: 121,4 PLN    Cena docelowa: 191,4 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2011-08-12

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	11 060,5	15 945,0	44,2%	19 218,3	20,5%	15 666,9	-18,5%	Liczba akcji (mln)	200,0
EBITDA	3 645,7	6 253,6	71,5%	9 807,2	56,8%	6 138,3	-37,4%	MC (cena bieżąca)	24 280,0
marża EBITDA	33,0%	39,2%		51,0%		39,2%		EV (cena bieżąca)	20 038,3
EBIT	3 098,1	5 638,1	82,0%	9 143,2	62,2%	5 458,0	-40,3%	Free float	68,0%
Zysk netto	2 540,2	4 568,6	79,9%	7 433,3	62,7%	4 396,7	-40,9%		
P/E	9,6	5,3		3,3		5,5		Zmiana ceny: 1m	-26,8%
P/CE	7,9	4,7		3,0		4,8		Zmiana ceny: 6m	-37,3%
P/BV	2,3	1,7		1,4		1,2		Zmiana ceny: 12m	-4,0%
EV/EBITDA	6,4	3,5		2,0		3,1		Max (52 tyg.)	198,4
Dywid (%)	9,6	2,5		12,2		8,2		Min (52 tyg.)	117,5



Wrzesień przyniósł załamanie się cen miedzi, które w pierwszych miesiącach kryzysu wykazywały wyjątkową odporność na negatywne nastroje panujące na rynku akcji. W konsekwencji silnej przecenienia zostały poddane akcje KGHM. Z punktu widzenia wyników spółki pozytywny wpływ ma silne osłabienie PLN w relacji do USD, które w dużej mierze amortyzuje spadek cen metali. Na bazie naszego modelu szacujemy, że obecna cena dyskontuje cenę miedzi w długim okresie na poziomie 5 500 USD/t (przy kursie PLN/USD równym 3,2). Uważamy, że jest to przereagowanie rynku i podtrzymujemy rekomendację kupna.

### Propozycje zmian w statucie, KGHM będzie poszukiwał złóż

KGHM będzie dążył do większej dywersyfikacji i stanie się spółką zajmującą się w większym stopniu niż dotychczas poszukiwaniem złóż surowców (nie tylko metali). W porządku obrad na NWZA (20 października) znajduje się punkt mówiący o zmianie w statucie spółki. Dotyczy on rozszerzenia zakresu działalności o: wydobywanie węgla brunatnego (złoża w niedalekiej odległości od Lubina, KGHM stara się o koncesje, chce zgazowywać węgiel (metoda podziemna) i produkować energię elektryczną na początku na własne potrzeby, docelowo również na sprzedaż); wydobywanie gazu ziemnego (w złożu przylegającym do obecnie eksploatowanego występuje gaz, jeżeli KGHM chce wydobywać z niego miedź musi najpierw go odgazować, powinno dać to wolumenty handlowe, z punktu widzenia całej spółki niezbyt duże); wydobywanie rud uranu i toru (w obecnie eksploatowanych złożach często występują „mineralizacje zawierające uran”), który nie był odzyskiwany; wydobywanie minerałów dla przemysłu chemicznego i produkcji nawozów – również zaliczanych do grupy pierwiastków krytycznych, tj. uznanych przez Komisję Europejską za krytyczne dla rozwoju gospodarczego UE (metale rzadkie).

### Wywiad z Prezesem

Prezes Wirth potwierdził, że KGHM prowadzi audyt (*post merger management*) spółki wydobywczej z Ameryki Południowej i liczy na zakończenie z sukcesem procesu. Spółka notowana jest na giełdzie. Obecny spadek cen miedzi obniża wycenę przejmowanego podmiotu i sprzyja przejęciu. Prezes nie obawia się o finalizację transakcji sprzedaży Polkomtela (wymagana tylko zgoda UOKiK) oraz potwierdza zainteresowanie Dialogiem. Informacje przekazane przez Prezesa nie wnoszą niczego nowego. Przy niskiej wycenie przejęcie uważamy za uzasadnione. W krótkim okresie istnieje jednak ryzyko, że rynek zinterpretuje je jako wzrost ryzyka inwestycyjnego. W okresie recesyjnym inwestorzy wolą mieć spółkę z dużą pozycją gotówkową – ograniczającą potencjał spadków (wg naszych szacunków 10 mld PLN na koniec br., tj. 50 PLN na akcję, 60 PLN z wyceną innych spółek zależnych w tym Tauronu) niż aktywa górnicze, do wyceny których przykładane są negatywne scenariusze makro.

### Potencjalna akwizycja ZGH Bolesław

Minister Skarbu zapowiedział, że w prywatyzacji ZGH Bolesław może wziąć udział KGHM. Nie znamy sprawozdań finansowych ZGH, dlatego poniższa analiza ma charakter szacunkowy a ostateczne wnioski możliwe są po dokładnym zapoznaniu się z danymi. Bolesław to kopalnia cynku i ołowiu. Jej zasoby skończą się w 2016 roku. Obok kopalni funkcjonuje huta, przerabiająca rudę w produkt handlowy. W 2010 roku ZGH miał 39 mln PLN zysku netto. W br. kosztem 25 mln EUR spółka nabyła pakiet w kopalni cynku i ołowiu w Czarnogórze. Biorąc pod uwagę żywotność kopalni bieżąca działalność operacyjna warta jest ok. 100-120 mln PLN, tj. 2,5-3 x zyski. Do tego trzeba dodać inne aktywa plus ewentualny dług netto (brak danych). W ostatnich latach zyski spółki oscylowały na poziomie 10-20 mln PLN, przy inwestycjach na poziomie inwestowali ok. 25 mln PLN więc raczej spodziewalibyśmy się w spółce długu. Nie wykluczone, że pieniądze stojące za KGHM miałyby posłużyć do kontynuowania poszukiwań surowców w złożach przylegających do obecnie eksploatowanego. Spółka wykonała już kilkadziesiąt odwiertów, które wskazują zawartość metali na poziomie ok. 3-3,5%



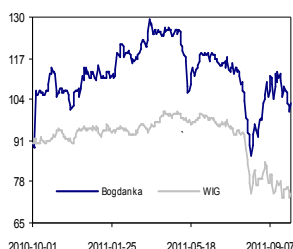
## LW Bogdanka (Kupuj)

Cena bieżąca: 102,6 PLN    Cena docelowa: 131 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2011-09-09

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 118,4	1 230,4	10,0%	1 276,4	3,7%	2 048,7	60,5%	Liczba akcji (mln)	34,0
EBITDA	368,0	414,5	12,7%	361,7	-12,7%	744,4	105,8%	MC (cena bieżąca)	3 489,7
marża EBITDA	32,9%	33,7%		28,3%		36,3%		EV (cena bieżąca)	3 579,7
EBIT	226,7	276,5	21,9%	203,7	-26,3%	516,7	153,6%	Free float	33,0%
Zysk netto	191,5	230,4	20,3%	152,6	-33,8%	401,0	162,8%		
P/E	18,2	15,1		22,9		8,7		Zmiana ceny: 1m	-4,1%
P/CE	10,5	9,5		11,2		5,6		Zmiana ceny: 6m	-18,3%
P/BV	2,0	1,8		1,7		1,4		Zmiana ceny: 12m	-4,1%
EV/EBITDA	8,3	7,9		9,9		4,5		Max (52 tyg.)	129,2
Dyield (%)	0,2	2,5		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	86,0



**Wyniki spółki chociaż lepsze niż nasze oczekiwania mają drugorzędne znaczenie. Najistotniejsze jest to, że Zarząd i generalny wykonawca podtrzymali termin oddania zakładu przeróbki mechanicznej, co otwiera drogę do wydobycia z pierwszej ściany w Polu Stefanów (rocznie to dodatkowe 3 mln ton vs. 5,5 mln ton obecnego wydobywania). Po drugie Zarząd potwierdził, że spółka będzie gotowa i uruchomi pełne moce na poziomie 11,5 mln ton już w roku 2013 (a nie 2014). Podtrzymujemy rekomendację kupuj z ceną docelową na poziomie 131 PLN za akcję (+0,4%).**

### Korzystna decyzja Trybunału

Trybunał Konstytucyjny orzekł, że wyrobiska górnicze nie będą objęte podatkiem. To bardzo dobra informacja dla spółek górniczych, które od 2006 roku tworzyły na ten cel rezerwy. Wykładnia TK powinna wpłynąć na decyzje sądów, które będą wydawały wyroki korzystne dla górnictwa, co pozwoli na rozwiązanie rezerw. W przypadku JSW jest to kwota 274 mln PLN (2,1 PLN na akcję, spółka zapłaciła już 161 mln PLN, tj. 0,65 PLN na akcję), w przypadku LWB ok. 62 mln PLN (1,8 PLN na akcję). W latach 2004-2005 spółka zapłaciła z tego tytułu 14 mln PLN, które również powinna odzyskać (razem na akcje 2,23 PLN). W przypadku JSW i LWB dotychczas obniżaliśmy wycenę spółki o wartość rezerw. Poprawią się również przyszłe wyniki spółek, które nie będą dotwarzały nowych rezerw. W przypadku JSW chodzi o kwotę ok. 50 mln PLN, w przypadku LWB ok. 14 mln PLN rocznie. Informacja powinna pozytywnie wpływać na wyceny spółek.

### Ceny węgla wysoko bo Niemcy zwiększą popyt na węgiel?

Po trzęsieniu ziemi w Japonii Niemcy wyłączyły 7 najstarszych reaktorów. Zbliża się zimowy okres grzewczy, w komentarzach pojawiają się opinie, że Niemcy będą kupowały energię z Francji i więcej produkowały w oparciu o węgiel, dopóki nie rozbudują mocy alternatywnych źródeł. To powinno utrzymywać pozytywny sentyment do węgla energetycznego w Europie.

### Rusza Stefanów

1 października Bogdanka rozpoczęła próbny rozruch ściany wydobywczej w Polu Stefanów. Uruchomienie szybu wydobywczego i ściany strugowej pozwala na przeprowadzenie pod pełnym obciążeniem rozruchu estakady, naziemnego układu transportu i odstawy urobku z pola Stefanów do Bogdanki. Na konferencji z analitykami po wynikach za 2Q Zarząd wskazywał, że termin oddania inwestycji na przełomie września/października zostanie dotrzymany, po ostatnich doświadczeniach istniał jednak element niepewności. Informacja pozytywna, rozpoczyna się nowy, dużo bardziej zyskowy okres w działalności spółki.

## Przemysł

### Cognor

#### Wywiad z Prezesem

W wywiadzie udzielonym PAP Prezes Stuczkowski podtrzymał prognozę wyników finansowych na 2011 rok dla Spółki Cognor. Według Prezesa sytuacja na rynku nie jest zła, pomimo paniki na rynkach finansowych, jaką mamy obecnie. Spółka cały czas dostaje nowe zamówienia, a obie huty pracują na wysokim poziomie obłożenia. Cognor współpracuje z przemysłem samochodowym, który obecnie sygnalizuje marginalny spadek popytu o 2-3%, oraz dystrybutorami (mały spadek zamówień). W założeniach finansowych na bieżący rok Zarząd wcześniej bezpiecznie podszedł do prognozy produkcji w drugim półroczu 2011 roku. W kolejnym roku Prezes chciałby, aby Grupa wypracowała, co najmniej takie wyniki jak w roku bieżącym. W kolejnym roku do Grupy Cognora trafi prawdopodobnie, znajdująca się w Złomrex Odlewnia Metali Nieżelaznych w Szopienicach. Obecnie trwa proces restrukturyzacji, a w kolejnym roku Spółka chciałaby przedstawić możliwość wniesienia aktywa do Grupy Cognor. We wcześniejszych latach Szopienice generowały 8-10 mln PLN EBITDA i 5-6 mln PLN zysku netto. Włączenie do Grupy Cognor ma nastąpić po tym jak odlewnia poprawi swoją rentowność.

### Libet

#### Wrażenia z dnia inwestora

Libet – drugi największy producent kostki brukowej na terenie kraju z udziałem w rynku na poziomie 21% i największy producent produktów premium (30% udział w rynku), na spotkaniu z inwestorami podtrzymał prognozy Zarządu na 2011 rok (297,1 mln PLN sprzedaży, 65,9 mln PLN EBITDA i 31,9 mln PLN zysku netto). Zarząd zwraca uwagę na sprzyjającą pogodę dla prowadzenia prac budowlanych w 3Q'11 oraz wysokie wolumeny sprzedaży, jakie mają obecnie miejsce (szczyt sprzedaży Spółki następuje w 3Q). W bieżącym roku Spółka podniosła ceny wyrobów o średnio 5,6%. Ceny cementu są stabilne (raz w roku negocjacje cenowe na początku roku), a Libet otrzymuje pierwsze oznaki spodziewanych spadków cen kruszyw w nadchodzących miesiącach. Zarząd zwraca uwagę na wzrost wydajności, jaki jest osiągany poprzez modernizację zakładów w Gościcinie i Krzyżu Wielkopolskim, oraz przeniesienia linii produktów premium z Libiąża do Gościcina. W kolejnym roku powinny być również widoczne efekty inwestycji w Łodzi (wzrost wydajności produktów wet-cast o 35%) oraz wprowadzenia nowych produktów premium (produkty splitowane). W 3Q11 pojawiają się również efekty renegeacji warunków kredytu (około 100 mln PLN), w wyniku czego Spółka płaci niższe marże kredytowe (według naszych szacunków marże są o około 1-1,5% niższe). Zarząd zapowiada, że wyższe o 1 mln PLN w IH'11 koszty zarządu nie będą dalej rosły w drugiej połowie roku (wydatki jednorazowe związane ze zmianą systemu IT, wprowadzeniem Spółki na giełdę, renegeacją kredytu). Libet zapowiedział ponadto, że planuje wypłatę co najmniej 50% wyniku netto, jaki został osiągnięty w 2011 roku (przy prognozie Zarządu DY 8%). W przyszłości zapowiadany jest dalszy rozwój segmentu premium, zwiększenie obecności w Polsce Północnej i Północno-Zachodniej (również przez akwizycje, ale obecnie te są na wstępnym etapie), rozwój sieci dystrybucji (szczególnie w Polsce Północno-Zachodniej, obecnie Libet ma największą sieć dystrybucji z producentów kostki) i wzrostu efektywności poprzez optymalizację kosztów oraz polepszenia zarządzania majątkiem obrotowym (nowy system IT). W długim terminie zagrożeniem dla Spółki może być rosnąca presja cenowa (w ostatnich trzech latach w Polsce powstało 45 nowych linii technologicznych), spadek płynności klientów (zatory płatnicze w spółkach budujących drogi) oraz ograniczenie ilości projektów realizowanych przez samorządy lokalne (brak środków na inwestycje). Jeśli Zarządowi Libet uda się zrealizować prognozy w bieżącym roku (po IH'11 wykonane 38,5% prognozowanych przychodów, 24,0% EBITDA, 15,8% EBIT i 11,3% zysku netto – efekt sezonowości sprzedaży), to Spółka jest obecnie notowana na wskaźnikach 6,2 P/E i 4,6 EV/EBITDA. Spółka w dużej mierze jest odporna na kursy walutowe ponadto brak istotnego importu kostki z rynków zagranicznych ze względu na koszty transportu.



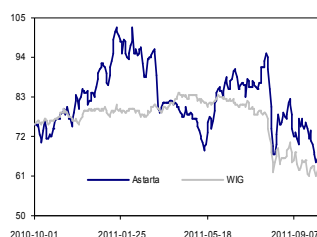
## Astarta (Trzymaj)

Cena bieżąca: 65,7 PLN      Cena docelowa: 63,6 PLN

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-10-06

(mIn UAH)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 354,8	2 086,1	54,0%	2 164,4	3,8%	2 253,2	4,1%	Liczba akcji (mln)	25,0
EBITDA	550,5	1 220,9	121,8%	944,8	-22,6%	688,0	-27,2%	MC (cena bieżąca)	1 642,5
marża EBITDA	40,6%	58,5%		43,7%		30,5%		EV (cena bieżąca)	1 804,4
EBIT	457,5	1 046,3	128,7%	757,8	-27,6%	504,0	-33,5%	Free float	31,9%
Zysk netto	323,4	963,5	197,9%	675,6	-29,9%	353,9	-47,6%		
P/E	12,5	4,2		6,0		11,4		Zmiana ceny: 1m	-8,7%
P/CE	9,7	3,5		4,7		7,5		Zmiana ceny: 6m	-16,4%
P/BV	3,0	1,9		1,4		1,4		Zmiana ceny: 12m	-13,0%
EV/EBITDA	9,1	4,2		4,7		6,4		Max (52 tyg.)	102,0
Dywidenda (%)	0,0	0,0		0,0		5,9		Min (52 tyg.)	64,7



Sentyment do producentów zbóż jest osłabiony w wyniku spadających cen produktów rolnych na świecie (od początku sierpnia ceny pszenicy i kukurydzy spadły o około 10%). Niższe w lipcu i sierpniu ceny zbóż na lokalnym rynku budzą obawy o wielkość przeszacowań aktywów biologicznych do wartości godziwej w 3Q'11. W pierwszej połowie roku Spółka księguje rosnące na polach zboża w oparciu o ceny, jakie mają miejsce na koniec okresu obrotowego, a w trzecim kwartale w momencie kiedy następuje zebranie zboża z pola wartość wcześniej zaksięgowanych aktywów biologicznych korygowana jest o cenę, która miała miejsce w momencie zbiorów. Obecnie na Ukrainie cena dla pszenicy, kukurydzy i słonecznika jest o odpowiednio 17,9%, 21,7% i 18,1% niższa niż miało to miejsce na koniec 2Q11, dlatego najprawdopodobniej wynik na rewaluacji aktywów biologicznych do wartości godziwej w 3Q'11 będzie negatywny. W 3Q'10 ten wyniósł +109,2 mln UAH (zysk netto 3Q'10 360,7 mln UAH), co było efektem wzrastających na przełomie 3Q10 cen zbóż, które względem końca 2Q10 były o 23,0% wyższe dla pszenicy, 28,0% wyższe dla słonecznika i 15% wyższe dla kukurydzy. Dodatkowo powoli materializujące się obfite zbiory buraka cukrowego (352 centnarów/ha vs. 311 centnarów/ha rok wcześniej) sprawiają, że lokalne ceny cukru od początku sierpnia spadły już o 27% z 8920 UAH/t do 6500 UAH/t. Na razie z punktu widzenia naszych założeń na kolejny rok obecne ceny są jak na razie bezpieczne (DI BRE 3544 UAH/t na 2012 rok). Wkrótce zaktualizujemy nasze prognozy dla Spółki na bieżący rok. W związku ze spadkiem notowań Astarty we wrześniu do poziomów ceny rekomendowanej – podwyższamy naszą rekomendację ze sprzedaj do trzymaj.

### Prognozy zbiorów w regionie w górę

Rząd Ukrainy podniósł prognozę zbiorów zboża z 48-51 mln ton do 52-53 mln ton. Rok wcześniej na Ukrainie zebrano 39 mln ton zboża. Na dzień 21 września na Ukrainie zebrano 37 mln ton zboża z 77% obsianych gruntów. Dodatkowo Ministerstwo Rolnictwa Kazachstanu prognozuje, że kraj w bieżącym roku wyprodukuje 25 mln ton (rekord od 60 lat), jak na razie zebrano 20 mln ton z 77% obsianych gruntów. W poprzednim roku Kazachstan wyprodukował 12,2 mln ton zbóż i wyeksportował 6 mln ton. Z jednej strony wzrost podaży zbóż wpływa na niższy koszt produkcji uprawy, z drugiej zaś wywołuje presję na ceny roślin uprawnych na światowych rynkach, jako że kraje Morza Czarnego są znaczącymi producentami i eksporterami towarów rolnych.

### Symboliczne otwarcie strefy celnej na eksport produktów rolnych do UE

Ukraina w ramach prowadzonych negocjacji z UE otrzymała wstępną zgodę na zwiększenie eksportu produktów rolnych do krajów Unii Europejskiej poza strefą celną (dwu – czterokrotnie w zależności od produktu). Jeżeli Ukraina w 2013 roku zdoła wyeksportować do UE 1,6 mln ton zboża w ramach kwoty celnej to w ciągu pięciu kolejnych lat kwota eksportowa zwiększy się do 2 mln ton (dla pszenicy 0,95 mln ton z możliwością zwiększenia do 1 mln ton; dla kukurydzy 0,25 tys. ton z możliwością zwiększenia do 0,35 tys. ton; dla jęczmienia 0,4 mln ton z możliwością zwiększenia do 0,65 mln ton). Producenci cukru będą mogli wyeksportować 30 tys. ton cukru i 27 tys. ton produktów pochodnych procesu produkcji cukru. Zakładając, że w bieżącym roku eksport zbóż z Ukrainy wyniesie około 20 MT (24MT spodziewane przez rząd), to 1,6 MT kwoty celnej do UE jest tylko symboliczną ilością. To samo tyczy się cukru (kwota celna w ilości 30 tys. ton cukru wobec spodziewanej produkcji na Ukrainie na poziomie 2,0-2,2 mln ton).

### Spodziewany dalszy wzrost areалу buraka cukrowego w 2012 roku

Minister Rolnictwa Ukrainy poinformował 28 września, że przez kierowany przez niego resort spodziewa się wzrostu areálu buraka cukrowego w kolejnym roku o kolejne 10% do 590 tys. ha (w roku 2011 550 tys. ha, w 2010 500 tys. ha). Na dzień 27 września na Ukrainie zebrano 5,7



MT buraka cukrowego ze 161,3 tys. ha (30% planowanego arealu). Ilość zbieranej uprawy z hektara wyniosła 352 centnarów/ha vs. 311 centnarów/ha rok wcześniej. Na dzień 27 września Ukraina wyprodukowała 300 tys. ton cukru z nowych zbiorów (+35% r/r). 64 cukrownie już rozpoczęło produkcję, wobec 53 pracujących w tym samym okresie rok wcześniej. Ceny cukru na Ukrainie od początku sierpnia spadły o 27% z 8920 UAH/t do 6500 UAH/t. Warto naszym zdaniem obserwować jak kształtować się będą ceny na lokalnym rynku w nadchodzących tygodniach. W ubiegłym roku najniższy zaobserwowany poziom cen cukru w czasie kompani cukrowej miał miejsce na początku października i wyniósł 6850 UAH/t. Na razie z punktu widzenia naszych założeń dla kształtowania się cen cukru na kolejny rok obecne ceny są jak na razie bezpieczne (DI BRE 3544 UAH/t na 2012 rok).



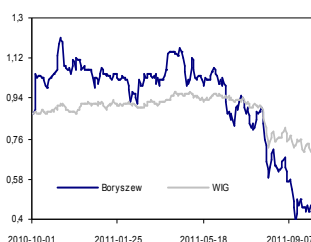
## Boryszew (Kupuj)

Cena bieżąca: 0,46 PLN      Cena docelowa: 1,2 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-07-01

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 288,7	3 134,8	37,0%	4 110,0	31,1%	4 174,7	1,6%	Liczba akcji (mln)	2 256,7
EBITDA	215,9	268,3	24,3%	334,3	24,6%	382,0	14,3%	MC (cena bieżąca)	1 038,1
marża EBITDA	9,4%	8,6%		8,1%		9,2%		EV (cena bieżąca)	1 935,6
EBIT	139,9	188,1	34,5%	238,2	26,7%	288,3	21,0%	Free float	42,0%
Zysk netto	39,7	93,9	136,2%	132,4	41,0%	169,3	27,9%		
P/E	0,7	5,5		7,8		6,1		Zmiana ceny: 1m	-19,3%
P/CE	0,2	3,0		4,5		3,9		Zmiana ceny: 6m	-59,6%
P/BV	0,1	0,8		1,3		1,1		Zmiana ceny: 12m	-56,2%
EV/EBITDA	5,1	6,0		5,8		4,4		Max (52 tyg.)	1,2
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	0,4



Dotychczasowa współpraca między Maflow a Volkswagenem (główny klient Maflow) potwierdza dobre perspektywy dla Grupy Boryszew. Jest to wynikiem przede wszystkim sukcesów sprzedażowych VW, który w okresie I-VII zwiększył ilość zbywanych samochodów o 14,4%. Maflow systematycznie odbudowuje portfel zamówień z Volkswagen AG, czego dowodem jest umowa z II'11 (potencjał 24-40 mln EUR w 2012-2016) oraz list intencyjny na dostawę systemu klimatyzacji do platformy MQB (passat, golf, modele Skody i Seata), którego potencjał to 100-120 mln EUR w okresie 2013-2017. Po przejściu AKT i Theysohn, nowe aktywa konsolidowane będą w Grupie Boryszewa od września br. Według Spółki nowe przedsiębiorstwa będą rentowne na poziomie operacyjnym już w pierwszym roku konsolidacji. Niska cena, za jaką zakupiono nowe aktywa (prawdopodobnie poniżej wartości godziwej) naszym zdaniem spowoduje, że Boryszew zaksięguje pozytywne transakcje jednorazowe w 3Q11 (około 20 mln PLN). Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

### Zakup resztki WM Dziejce

MSP poinformowało o podpisaniu umowy sprzedaży 8,11% akcji WM Dziejce Spółce Boryszew za kwotę 1,53 mln PLN. Pozostałe 91,89% akcji WM Dziejce należy do Grupy Impexmetal.

### Skup akcji własnych

Spółka w projekcie uchwał NWZA Boryszew, które odbędzie się 13 października br. zaproponowała by w porządku obrad znalazł się punkt odnośnie nabycia akcji własnych do dalszej odsprzedaży lub umorzenia. Według propozycji akcje skupowane będą przez okres najbliższych 5 lat, a cena skupu została określona w przedziale 0,40 – 3,00 PLN na akcję. Łączna wartość nominalna nabywanych akcji nie może przekroczyć 20% kapitału zakładowego Spółki. Zarząd decyzję o skupie akcji własnych uzasadnia obecną niską wycenę rynkową Spółki, która w jego opinii odbiega od godziwej wartości.

### Wywiad z Członkiem Zarządu

W wywiadzie udzielonym TVNCNBC Członek Zarządu – Paweł Miller zaznaczył, że sytuacja finansowa Boryszewa jeszcze nigdy nie była tak dobra jak obecnie, dlatego Zarząd obserwując bieżącą wycenę zdecydował się na przeprowadzenie skupu akcji własnych. Bieżąca prognoza Zarządu na 2011 rok jest zdaniem Millera pewna. Do września skończy się proces budżetowania przejętych aktywów AKT i Theysohn, co pozwoli na podwyższenie prognozy Zarządu. AKT według rozmówcy ma być rentowne do końca '11 roku. Potencjał obrotu segmentu automotive (AKT, Maflow i Theysohn) w 2012 roku to 330-360 mln EUR, z czego na AKT i Theysohn przypadać ma 120-130 mln EUR sprzedaży. W przypadku Maflow obecny portfel zamówień pozwala na zwiększenie przychodów o 23% do końca pierwszej połowy 2012 roku. Około 50-60% przychodów generowanych przez segment automotive trafiać będzie do Volkswagen. Miller przyznał, że Spółka przygląda się obecnie również kilku firmom z branży automotive o potencjale 80-100 mln EUR.

### Bank Polskiej Spółdzielczości ma więcej niż 5% akcji

Spółka poinformowała w komunikacie o otrzymaniu od Banku Polskiej Spółdzielczości informacji o przekroczeniu progu 5% udziału akcji w ogólnej liczbie głosów Boryszew. Przed zmianą bank posiadał 4,24% akcji, a po zmianie 7,57% akcji.

### Pionier ma mniej niż 5% akcji

Spółka poinformowała w komunikacie o otrzymaniu od Pionier IM zawiadomienia o sprzedaży akcji Boryszew, w wyniku czego udział funduszu w kapitale zakładowym Spółki spadł z 5,01% do 4,87%.



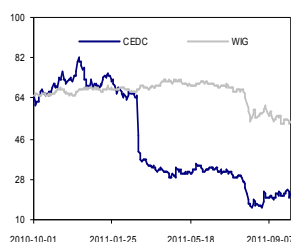
## CEDC (Kupuj)

Cena bieżąca: 21,32 PLN    Cena docelowa: 36,8 PLN

Analityk: Gabriela Borowska

Data ostatniej aktualizacji: 2011-07-21

(mIn USD)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	689,4	711,5	3,2%	982,4	38,1%	1 052,8	7,2%	Liczba akcji (mln)	72,7
EBITDA	195,7	-6,6		209,3		232,7	11,2%	MC (cena bieżąca)	1 550,6
marża EBITDA	28,4%	-0,9%		21,3%		22,1%		EV (cena bieżąca)	5 711,8
EBIT	184,5	-23,6		188,8		209,9	11,2%	Free float	87,9%
Zysk netto	78,3	-104,7		79,5		81,9	3,0%		
P/E	4,5			5,9		5,8		Zmiana ceny: 1m	9,6%
P/CE	3,9			4,7		4,5		Zmiana ceny: 6m	-31,6%
P/BV	0,2	0,3		0,3		0,3		Zmiana ceny: 12m	-66,0%
EV/EBITDA	7,8			8,3		7,2		Max (52 tyg.)	81,9
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	15,6



Wrzesień był miesiącem kolejnych plotek o potencjalnych inwestorach w CEDC, które jak dotąd się nie potwierdziły. Sama spółka powzięła natomiast kroki w kierunku obrony przed wrogim przejęciem w postaci „trującej pigułki”, czyli dywidendy w formie praw do akcji uruchamianych w przypadku próby przejęcia. Operacyjnie 3Q 2011 miał być przełomowy dla CEDC pod względem sprzedaży w wolumenach i w wartościach na rynku polskim i rosyjskim i sądząc po wypowiedziach Zarządu na ten temat 3Q 2011 powinien rzeczywiście pokazać wzrosty w wolumenach. 3Q 2011 ma być pierwszym w tym roku kwartałem, kiedy licencjonowanie w Rosji nie wpłynie istotnie na wyniki. Nasze prognozy są na poziomie poniżej prognoz Zarządu. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

### Dywidenda w formie praw

Rada Dyrektorów uchwaliła wypłatę dywidendy w postaci jednego prawa nabycia akcji uprzywilejowanej na akcję zwykłą o wartości nominalnej 0,01 USD. Każde prawo upoważniać będzie akcjonariusza do nabycia od spółki jednej tysięcznej akcji uprzywilejowanej serii A uprawniającej do udziału w dywidendzie, o wartości nominalnej 0,01 USD po cenie 45 USD za każdą jedną tysięczną część akcji uprzywilejowanej. Prawa nie zapobiegają przejęciu spółki, mogą jednak skutkować istotnym rozwodnieniem udziału posiadanego przez osobę lub grupę osób nabywającą 10% lub więcej pozostających w obrocie akcji zwykłych. Prawa nie będą jednak stanowić przeszkody w dokonaniu fuzji lub połączenia zatwierdzonego przez Radę Dyrektorów. Na przykład, przy cenie wykonania 45,00 USD za prawo, każde prawo nie będące własnością nabywającego uprawnia do zakupu 90,00 USD wartości akcji zwykłych za 45,00 USD. Przyjmując wartość 9,00 USD na akcję zwykłą, posiadacz każdego ważnego prawa byłby uprawniony do zakupu dziesięciu akcji za 45,00 USD.

### Mark Kaufman zainteresowany współpracą z Zarządem

Mark Kaufman w liście do Zarządu napisał, że jest zainteresowany utrzymaniem otwartego i owocnego dialogu z Zarządem i kierownictwem, byciem pomocnym ze swoimi pomysłami i umiejętnościami oraz w ułatwieniu dodatkowych inwestycji w CEDC. W liście akcjonariusz wyraził też chęć spotkania z Zarządem.

### Plotka o rozmowach z Wasilij Anisimov i Rosspiritprom

Wg rosyjskiej *Gazety Kommersant* rosyjski miliarder Wasilij Anisimov chciałby zamienić swoje aktywa z branży alkoholowej (86% udział w moskiewskiej fabryce wódki Krystal i biznes dystrybucyjny VEDK) na 20% udziału w CEDC. Stroną transakcji byłby również rosyjski Rosspiritprom. CEDC i Anisimov nie skomentowali tych informacji. Transakcja zwiększyłaby udział rynkowy CEDC w Rosji do około 21-28%. Wg gazety inwestor jest zadłużony, dlatego w grę wchodzi zamiana aktywów a nie zakup akcji CEDC. Jest to już kolejna plotka na temat CEDC, wcześniej kupującym miał być Roman Abramowicz. Transakcja naszym zdaniem mogłaby być odebrana pozytywnie ze względu na zwiększenie udziału rynkowego i powrót do zarządzania w Rosji ludzi związanych z Russian Alcohol Group (nabyte przez CEDC), którzy obecnie wg gazety pracują dla VEDK i Rosspiritprom.

### Zmiany w statucie

Rada Dyrektorów uchwaliła ze skutkiem natychmiastowym zmianę statutu. Zmiany dotyczą m.in. spraw rozpatrywanych na zgromadzeniu akcjonariuszy i zgłaszania kandydatów na dyrektorów, w tym dotyczą zakresu informacji, które muszą zostać ujawnione przez akcjonariuszy zgłaszających kandydata na dyrektora lub którzy zamierzają zgłosić sprawę, w celu rozpatrzenia podczas zgromadzenia akcjonariuszy. Zmiany dotyczą też terminów zgłaszania takich spraw, zawiadomienie musi być doręczone nie później niż na 90 dni przed upływem roku od daty poprzedniego zwyczajnego zgromadzenia lub, w przypadku nadzwyczajnych zgromadzeń akcjonariuszy, takie zawiadomienie musi towarzyszyć lub poprzedzać wniosek o zwołanie nadzwyczajnego zgromadzenia.



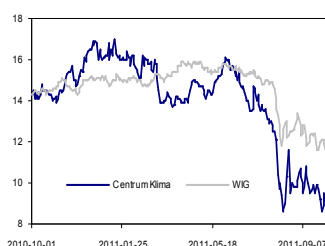
## Centrum Klima (Kupuj)

Cena bieżąca: 9,44 PLN    Cena docelowa: 16,9 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-07-05

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	71,7	84,5	17,9%	111,3	31,7%	128,1	15,1%	Liczba akcji (mln)	8,5
EBITDA	9,4	10,3	9,3%	15,8	53,5%	18,9	19,8%	MC (cena bieżąca)	80,4
marża EBITDA	13,1%	12,2%		14,2%		14,7%		EV (cena bieżąca)	82,4
EBIT	8,0	7,9	-1,6%	12,6	59,4%	15,4	22,0%	Free float	33,8%
Zysk netto	6,9	6,6	-4,1%	10,0	50,2%	12,3	22,9%		
P/E	11,6	12,1		8,1		6,6		Zmiana ceny: 1m	-10,0%
P/CE	9,7	8,9		6,1		5,1		Zmiana ceny: 6m	-35,3%
P/BV	1,2	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	-37,6%
EV/EBITDA	8,0	8,3		5,2		4,3		Max (52 tyg.)	17,0
Dywid (%)	2,1	4,8		4,8		6,2		Min (52 tyg.)	8,6



W drugim półroczu na wyniki Spółki pozytywnie wpływać powinien obserwowany od połowy drugiego kwartału spadek cen stali ocynkowanej (wzrost marży na produkcji). Ostatnie spadki notowań Centrum Klima naszym zdaniem należałoby wykorzystywać do zakupu akcji Spółki, która obecnie notowana jest na 8,1 P/E na bieżący rok. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.



## Cersanit (Kupuj)

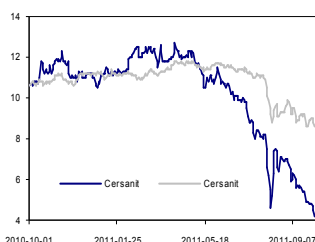
Cena bieżąca: 4,52 PLN

Cena docelowa: 7,3 PLN

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-10-06

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 415,2	1 531,5	8,2%	1 688,0	10,2%	1 724,3	2,2%	Liczba akcji (mln)	216,4
EBITDA	284,7	253,5	-11,0%	280,2	10,5%	298,6	6,6%	MC (cena bieżąca)	978,1
marża EBITDA	20,1%	16,6%		16,6%		17,3%		EV (cena bieżąca)	1 804,3
EBIT	168,1	142,0	-15,5%	167,7	18,1%	184,5	10,0%	Free float	29,2%
Zysk netto	-8,1	103,0		48,5	-52,9%	110,7	128,1%		
P/E		9,5		20,2		8,8		Zmiana ceny: 1m	-24,7%
P/CE	6,0	4,6		6,1		4,4		Zmiana ceny: 6m	-63,3%
P/BV	0,6	0,7		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	-57,4%
EV/EBITDA	6,2	7,2		6,4		5,6		Max (52 tyg.)	12,7
Dywidenda (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	4,2



Słabe wyniki 4Q'10 oraz 1Q'11 to przeszłość. Po podwyżkach w 1Q'11 (do 5%) marża brutto na sprzedaży w 2Q'11 wyniosła 18,2% vs. 15,5% w 1Q'11 oraz 15,0% w 4Q'10. Wyższa taryfa gazowa (+10%), jaka obowiązuje od połowy VII br. nie uderzy w marże krajowych producentów płytek ceramicznych. Szacujemy, że aby to zrekompensować - ceny musiały wzrosnąć o 1,2%. Według PSB w 3Q'11 ceny były o 1% q/q wyższe. Wkrótce (na przełomie IX i X) do Zarządu powołani zostaną brakujący od VIII Członkowie (Prezes i Wiceprezes). Nowa osoba na stanowisku Prezesa, naszym zdaniem przedstawi nową strategię Cersanitu na kolejne lata oraz plan ekspansji na rynki Europy Zachodniej pod nową nazwą „Rovese”. Pomoże w tym rozporządzenie wydane 17 marca br. przez Komisję Europejską nakładające cło antidumpingowe na płytki ceramiczne z Chin (stawka od 26,2% do 32,3%). Obecnie sytuacja finansowa Spółki jest stabilna - dług netto do EBITDA 12M wynosi 3,38, a po 4Q'11 szacujemy, że wyniesie 2,95. Spółka nie podaje, na jakim poziomie są kowenanty umów kredytowych, ale według naszych szacunków dopiero wzrost zadłużenia o 150 mln PLN powoduje, że dług netto do EBITDA na koniec 4Q'11 zbliża się do poziomu 3,5x. To wymaga dalszego osłabienia się PLN do USD i EUR oraz UAH do EUR o co najmniej 20% powyżej poziomów z końca 3Q'11. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

### Dokapitalizowanie Spółki zależnej

Spółka poinformowała w raporcie bieżącym, że Nadzwyczajne Zgromadzenie Wspólników spółki Opoczno III Sp. z o.o. podjęło uchwałę o dokonaniu proporcjonalnych dopłat do kapitału udziałowców. Podmiot zależny od Michała Sołowowa (głównego akcjonariusza Cersanitu) - Barcapital Investment Limited - dokonał dopłaty do kapitału na kwotę 130 mln PLN, natomiast Cersanit dokonał dopłaty do kapitału na kwotę 0,65 mln PLN. Opoczno III nie prowadzi działalności operacyjnej. Konsolidacja spółki Opoczno III w Grupie Kapitałowej Emitenta następuje w związku ze sprawowaniem przez Emitenta pełnej i samodzielnej kontroli operacyjnej i finansowej nad spółką (na koniec 1H'2011 bezpośredni udział w sprawowaniu kontroli wynosił 100%). Dokapitalizowanie ma na celu zoptymalizowanie środków pieniężnych w Grupie Cersanit, które w miarę zapotrzebowania będą wykorzystywane na kapitał obrotowy.

### Emisja w porządku obrad najbliższego NWZA

Wśród propozycji punktów obrad najbliższego NWZA, które odbędzie się 24 października znalazł się punkt odnośnie podwyższenia kapitału zakładowego Spółki w drodze emisji akcji serii H z zachowaniem prawa poboru dotychczasowych akcjonariuszy. Zarząd zostanie upoważniony do określenia ceny emisyjnej. Przedmiotem emisji ma być nie mniej niż 50 mln i nie więcej niż 108,2 mln akcji. Zarząd Spółki w uzasadnieniu propozycji podwyższenia kapitału zakładowego zwraca uwagę na złą sytuację na rynkach finansowych oraz pogarszające się wskaźniki wyprzedzające koniunktury gospodarczej. Planowana emisja spowoduje zdaniem Zarządu ograniczenie ryzyka sytuacji płynnościowej, jakie może wystąpić w sytuacji znaczącego i długotrwałego spowolnienia światowych gospodarek. Środki z emisji zapewnią ponadto bezpieczny poziom kapitałów własnych w stosunku do poziomu zadłużenia. Niewykluczone, że cena emisyjna akcji będzie niższa niż obecna cena giełdowa (tania emisja).

### Zmiana nazwy Spółki – zapowiedź dalszych zmian?

Główny akcjonariusz Cersanitu – Michał Sołowow – zgłosił wniosek, aby na najbliższym NWZA 24 października głosować nad zmianą nazwy Spółki z „Cersanit” na „Rovese”. Zmiana nazwy Spółki może być związana z planami ekspansji na rynki zachodnio-europejskie. Do tej pory Polscy producenci płytek ceramicznych rozwijali się na bazie szybko rosnącego wschodu. Wielokrotnie próbowano zaistnieć również w Europie Zachodniej. Problem polega natomiast na tym, że tamtejszy konsument kojarzy polskie płytki z produktem niskiej jakości, porównywalnym z chińszczyzną. Zmiana przyzwyczajzeń konsumentów zachodnioeuropejskich

stanowiłaby ogromną szansę dla polskiego przemysłu płytek ceramicznych. Ułatwieniem w realizacji tego scenariusza może być opublikowane przez Komisję Europejską 17 marca bieżącego roku rozporządzenie nakładające tymczasowe cło antydumpingowe na przywóz płytek ceramicznych z Chin (stawka od 26,2% do 32,3%). Rozporządzenie będzie obowiązywało przez najbliższe 6 miesięcy i może zostać przedłużone na okres do 5 lat.

### Zmiany cen płytek w PSB

W sierpniu ceny w Polskich Składach Budowlanych kategorii płytek ceramicznych, wyposażenia łazienek i kuchni spadły o 0,1% m/m. W 3Q'11, uwzględniając wyniki lipca i sierpnia ceny są średnio wyższe o 1% q/q.

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

VII 10	VIII 10	IX 10	X 10	XI 10	XII 10	I 11	II 11	III 11	IV 11	V 11	VI 11	VII 11	VIII 11
1,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,9%	0,4%	1,8%	0,0%	0,0%	0,0%	1,1%	-0,1%

Źródło: GRUPA PSB



## Famur (Akumuluj)

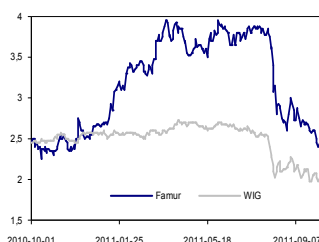
Cena bieżąca: 2,45 PLN

Cena docelowa: 3,2 PLN

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-08-18

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	445,3	635,9	42,8%	806,2	26,8%	872,7	8,3%	Liczba akcji (mln)	481,5
EBITDA	92,4	115,8	25,3%	236,7	104,4%	260,4	10,0%	MC (cena bieżąca)	1 179,7
marża EBITDA	20,8%	18,2%		29,4%		29,8%		EV (cena bieżąca)	1 410,7
EBIT	72,4	83,1	14,7%	142,4	71,4%	169,6	19,2%	Free float	10,9%
Zysk netto	33,6	73,4	118,2%	102,4	39,5%	123,1	20,3%		
P/E	35,1	16,1		11,5		9,6		Zmiana ceny: 1m	-9,9%
P/CE	22,0	11,1		6,0		5,5		Zmiana ceny: 6m	-36,5%
P/BV	2,2	2,0		1,7		1,4		Zmiana ceny: 12m	1,7%
EV/EBITDA	13,2	10,0		6,0		4,9		Max (52 tyg.)	4,0
Dywid (%)	0,0	0,0		4,9		0,0		Min (52 tyg.)	2,3



Od maja br. Spółka pozyskała kolejne zamówienia na bieżący rok (m.in. kompleks ścianowy dla PG Silesia za 70,7 mln PLN netto). W drugiej połowie roku na rynku rozstrzygnąć się może kolejne 5-6 kontraktów na obudowy zmechanizowane, co przy zagwarantowanym backlogu do końca 4Q11 powoduje, że słabnie walka cenowa na górnym zapleczu. Wzrost zapotrzebowania na węgiel na rynku krajowym prowadzi do wzrostu inwestycji przeprowadzanych przez kopalnie. To z kolei powoduje, że nawet przy obniżonych prognozach dla gospodarki Spółka może być odporna na spowolnienie. Negatywnie na kurs w krótkim terminie wpływają spadki surowców, gdyż te generują ryzyko zmniejszenia globalnych zamówień górniczych w przyszłości. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

### Wywiad z przedstawicielami Spółki

W wywiadzie udzielonym Portalowi WNP Wiceprezes Famuru – Ireneusz Tomecki nie wykluczył kolejnych przejęć po tym jak w końcówce 2010 roku przejęto Remag, a w bieżącym roku właściciel Famuru dokonał akwizycji Glinika. Z kolej Radca Prawny Grupy podkreślił, że analizując historię Grupy Famur w ostatnich 5-6 latach, to praktycznie nie było roku, aby Spółka nie dokonała jakiegось przejęcia.

### Podpisanie szeregu umów z Kompanią Węglową za 80,3 mln PLN

Spółka poinformowała w komunikacie o podpisaniu od 22 marca 2011 roku szeregu umów z Kompanią Węglową na łączną kwotę 80,3 mln PLN. Umowa o największej wartości zawarta została między Pioma S.A. a Kompanią Węglową na kwotę 9,0 mln PLN na dostawę części zamiennych do kolejek produkcji Pioma. Pioma, jako część Polskiej Grupy Odlewniczej została wypłacona w formie dywidendy niepieniężnej akcjonariuszom Famur i od 2Q11 jest zakwalifikowana do działalności zaniechanej.



## Impexmetal (Kupuj)

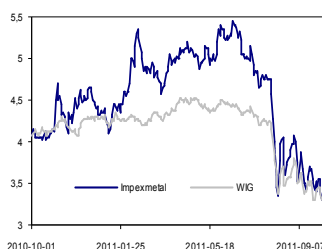
Cena bieżąca: 3,39 PLN

Cena docelowa: 6,3 PLN

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-07-29

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 785,0	2 417,6	35,4%	2 638,3	9,1%	2 646,4	0,3%	Liczba akcji (mln)	200,0
EBITDA	137,2	166,9	21,7%	202,6	21,4%	206,9	2,1%	MC (cena bieżąca)	678,0
marża EBITDA	7,7%	6,9%		7,7%		7,8%		EV (cena bieżąca)	1 039,8
EBIT	73,3	105,5	44,0%	147,4	39,6%	153,9	4,4%	Free float	43,4%
Zysk netto	25,6	76,8	199,6%	103,4	34,6%	111,0	7,4%		
P/E	28,2	8,8		6,6		6,1		Zmiana ceny: 1m	-7,1%
P/CE	8,1	4,9		4,3		4,1		Zmiana ceny: 6m	-33,5%
P/BV	0,9	0,8		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	-16,5%
EV/EBITDA	8,9	6,6		5,1		4,5		Max (52 tyg.)	5,5
Dywid (%)	0,0	0,0		5,9		6,1		Min (52 tyg.)	3,3



W 2011 roku CRU spodziewa się, że światowy popyt na blachy aluminiowe wzrośnie o 8% r/r, po tym jak w 2010 roku konsumpcja była o 16,8% r/r wyższa. Rosnące zapotrzebowanie, przy dużych barierach wejścia (kilkaset milionowe wydatki na budowę walcowni oraz kilkuletni czas budowy), pozwala z kolei producentom na wzrost marż. Spółka jest beneficjentem słabej złotówki do euro, jako że ponad 40% sprzedaży kwotowane jest właśnie w tej walucie. Po pierwszej połowie roku nasza prognoza na bieżący rok wykonana jest w 57,6% na poziomie EBITDA i 63,5% na poziomie zysku netto. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

### Wywiad z Nowym Prezesem Hutmenu

W wywiadzie udzielonym *Gazecie Giełdy Parkiet* Prezes Hutmenu – Jan Ziąja – zaznaczył, że w drugiej połowie spodziewa się osłabienia trendu wzrostowego w zakresie zamówień, co związane jest ze spadkiem popytu w Europie Zachodniej. Grupa prowadzi obecnie działania w celu przygotowania się do gotowości na wszelkie możliwe scenariusze. Paradoksalnie według Prezesa Hutmenowi pomaga fakt, że nie jest on dużym graczem, dzięki czemu rośnie jego elastyczność. Prezes rozważa kilka scenariuszy rozwoju Grupy. Pierwszy z nich oparty jest na planowanym od wiosny 2008 roku przeniesieniu zakładu produkcyjnego pod Hutę Legnica (KGHM – dostawca wlewków miedzianych) i dewelopowanie 20 ha działki w centrum Wrocławia. Alternatywnym rozwiązaniem jest budowa zakładu w Oławie lub Czechowicach Dziedzicach, lub sprzedaż marki Hutmen. Prezes zapowiada również przyspieszenie prac związanych z likwidacją majątku po likwidowanej HMN Szopienice. Jak na razie likwidator pozyskał 22,9 mln PLN na spłatę kredytów i innych zobowiązań. W wycenie Impexmetal zakładamy, że w ciągu trzech kolejnych lat uda się sprzedaż majątek likwidowanej HMN Szopienice za kwotę 97,7 mln PLN (wartość dla akcjonariuszy IPX 37,7 mln PLN, 0,19 PLN/akcję), do wyceny nie wliczamy wartości działki we Wrocławiu – 101,5 mln PLN (wartość akcjonariuszy IPX – 63,4 mln PLN, 0,32 PLN/akcję). Przyspieszenie prac nad uwolnieniem działki we Wrocławiu jest pozytywną informacją dla akcjonariuszy Hutmen i Impexmetal.

### Określenie nabycia drugiej transzy akcji w ramach skupu akcji własnych

Impexmetal poinformował w komunikacie bieżącym, że druga transza akcji własnych, która zostanie skupiona przez Spółkę wynosi 500 tys. sztuk. Jak na razie Spółka do 15 września skupiła 252,7 tys. sztuk akcji (w ramach pierwszej transzy 500 tys. akcji), które stanowią 0,1263% kapitału zakładowego Impexmetal. Średnia cena nabycia akcji własnych wyniosła 3,60 PLN/akcję.

### Określenie nabycia trzeciej transzy akcji w ramach skupu akcji własnych

Impexmetal poinformował w komunikacie bieżącym, że trzecia transza akcji własnych, która zostanie skupiona przez Spółkę wynosi 2 mln sztuk. Jak na razie Impexmetal skupił 1 mln sztuk akcji, w pełni wykorzystując określoną transze nr. 1 i numer 2. (każda po 500 tys. akcji). Skupione dotychczas akcje stanowią 0,5% kapitału zakładowego.

### Wywiad z Prezesem

W wywiadzie udzielonym *Gazecie Giełdy Parkiet* Prezes Impexmetal powiedział, że od czerwca sprzedaż ilościowa Grupy była niższa, jednak teraz jest zauważalny wzrost. Według rozmówcy słaby złoty nie tylko rekompensuje spadki cen metali na LME, ale również powoduje, że import do kraju gotowych wyrobów maleje, a zwiększa się rentowność sprzedaży zagranicznej. Zdaniem Prezesa gwałtowny spadek kursów metali może mieć przełożenie na decyzję klientów o przełożeniu zamówień na późniejszy okres w oczekiwaniu na dalszy spadek cen. Po pierwszej połowie roku nasza prognoza wyników Impexmetal wykonana jest w 55,3% na poziomie przychodów, 57,6% EBITDA i 63,5% zysku netto. Spadek wolumenu sprzedaży blach aluminiowych w 3Q'11 był zapowiadany przez Zarząd po wynikach za 2Q'11 (pisaliśmy również o tym w raporcie z 29.07). Zarząd zapowiadał również, że w 4Q'11 spodziewa się ponownego wzrostu wolumenu sprzedaży, co według artykułu właśnie się materializuje.



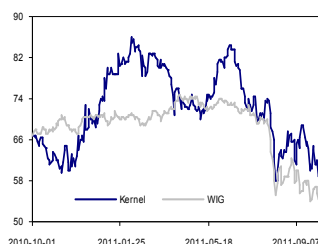
## Kernel (Kupuj)

Cena bieżąca: 61,15 PLN    Cena docelowa: 87,8 PLN

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-08-04

(mIn USD)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 047,1	1 020,5	-2,5%	1 801,6	76,5%	1 964,1	9,0%	Liczba akcji (mln)	73,7
EBITDA	190,1	190,7	0,3%	298,2	56,4%	312,1	4,7%	MC (cena bieżąca)	4 505,2
marża EBITDA	18,2%	18,7%		16,6%		15,9%		EV (cena bieżąca)	4 655,9
EBIT	166,6	168,2	0,9%	266,0	58,2%	278,0	4,5%	Free float	59,0%
Zysk netto	135,5	153,0	12,8%	213,0	39,2%	209,2	-1,8%		
P/E	9,4	8,9		6,4		6,6		Zmiana ceny: 1m	0,2%
P/CE	8,1	7,8		5,6		5,6		Zmiana ceny: 6m	-15,1%
P/BV	3,6	2,3		1,9		1,5		Zmiana ceny: 12m	-8,5%
EV/EBITDA	7,0	7,6		4,8		4,4		Max (52 tyg.)	86,1
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	58,0



W kolejnym sezonie wyniki Kernela będą kierowane przez rosnący wolumen przerobu słonecznika (z 1,8 mln ton w br. w 2011/12 roku możliwe będzie przerobienie 2,6 mln ton surowca). Wspierać to będą optymistyczne prognozy zbiorów słonecznika (7,5 mln ton vs. 6,8 mln ton rok wcześniej) oraz spodziewane przez nas zmniejszenie wolumenu eksportu uprawy (od IV br. trader nie może zgłosić się o zwrot nadpłaconego podatku VAT – 20%, w związku z czym podatek zmuszony jest uznać jako koszt uzyskania przychodu). Większa podaż surowca na rynku lokalnym wpłynie na spadek jego cen i kształtowanie się marży przerobowych na wysokim poziomie (około 140 USD/t w 3Q'11 vs. średnio 135 USD/t w sezonie 2010/2011). Sentyment wokół Spółki psuje proponowana koncepcja wprowadzenia ceł eksportowych na olej słonecznikowy (10%). Lobby olejarskie na Ukrainie wskazuje jednak, że jest w stanie w pełni przerzucić nowe obostrzenia na producentów. Jest to tym bardziej prawdopodobne, że w 2010 roku słonecznik był najbardziej rentowną uprawą na Ukrainie (64,7%). Prawdopodobne przerzucenie obciążeń na producentów nie powinno w druzgocący sposób zmniejszyć rentowności uprawy w porównaniu do alternatywnych roślin. Wkrótce przedstawimy aktualne prognozy wyników dla Kernela. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

### Umowa na zakup gospodarstwa rolnego

Kernel poinformował w komunikacie bieżącym o podpisaniu opcji zakupu 100% udziałów w Enselco, Spółki kontrolującej 29,3 tys. ha gruntów rolnych. Według informacji udzielonych przez Kernel, przedsiębiorstwo rolne wyposażone jest w najnowszej klasy technologię oraz magazyny o łącznej pojemności 30 tys. ton zboża. Nowa ziemia zwiększy możliwości produkcyjne w zakresie buraka cukrowego w obwodzie chmielnickim. Łącznie po akwizycji Kernel kontrolować będzie 215 tys. ha gruntów rolnych. Cena określona w transakcji, to 52,3 mln USD, z czego 31,3 mln USD przypada na prawa do leasingu ziemi i park maszynowy, a 21 mln USD na kapitał obrotowy.

### Spełnienie warunków nabycia Russian Oils

Spółka poinformowała w komunikacie o spełnieniu się warunków nabycia 100% udziałów w Russian Oils – rosyjskiego producenta oleju słonecznikowego. Tym samym zakończona została procedura nabycia spółki.

### Prognozy zbiorów w regionie w górę

Rząd Ukrainy podniósł prognozę zbiorów zboża z 48-51 mln ton do 52-53 mln ton. Rok wcześniej na Ukrainie zebrano 39 mln ton zboża. Na dzień 21 września na Ukrainie zebrano 37 mln ton zboża z 77% obsianych gruntów. Dodatkowo Ministerstwo Rolnictwa Kazachstanu prognozuje, że kraj w bieżącym roku wyprodukuje 25 mln ton (rekord od 60 lat), jak na razie zebrano 20 mln ton z 77% obsianych gruntów. W poprzednim roku Kazachstan wyprodukował 12,2 mln ton zbóż i wyeksportował 6 mln ton. Z jednej strony wzrost podaży zbóż wpływa na niższy koszt produkcji uprawy, z drugiej zaś wywołuje presję na ceny roślin uprawnych na światowych rynkach, jako że kraje Morza Czarnego są znaczącymi producentami i eksporterami towarów rolnych.

### Spełnienie warunków nabycia Black Sea Industries

Spółka poinformowała w komunikacie giełdowym o otrzymaniu zezwolenia Komitetu Antymonopolowego Ukrainy na nabycie 100% udziału w spółce Black Sea Industries, zajmującej się przetwórstwem słonecznika na Ukrainie.

### Symboliczne otwarcie strefy celnej na eksport produktów rolnych do UE

Ukraina w ramach prowadzonych negocjacji z UE otrzymała wstępną zgodę na zwiększenie eksportu produktów rolnych do krajów Unii Europejskiej poza strefą celną (dwu – czterokrotnie w zależności od produktu). Jeżeli Ukraina w 2013 roku zdoła wyeksportować do UE 1,6 mln ton

zboża w ramach kwoty celnej to w ciągu pięciu kolejnych lat kwota eksportowa zwiększy się do 2 mln ton (dla pszenicy 0,95 mln ton z możliwością zwiększenia do 1 mln ton; dla kukurydzy 0,25 tys. ton z możliwością zwiększenia do 0,35 tys. ton; dla jęczmienia 0,4 mln ton z możliwością zwiększenia do 0,65 mln ton). Producenci cukru będą mogli wyeksportować 30 tys. ton cukru i 27 tys. ton produktów pochodnych procesu produkcji cukru. Zakładając, że w bieżącym roku eksport zbóż z Ukrainy wyniesie około 20 MT (24MT spodziewane przez rząd), to 1,6 MT kwoty celnej do UE jest tylko symboliczną ilością. To samo tyczy się cukru (kwota celna w ilości 30 tys. ton cukru wobec spodziewanej produkcji na Ukrainie na poziomie 2,0-2,2 mln ton).

### **Rząd przedłuża cła eksportowe na zboża i proponuje nowe na olej słonecznikowy i nasiona soi i rzepaku**

Ministerstwo Gospodarki i Handlu zaproponowało wydłużenie obowiązywania ceł eksportowych na zboża do końca 2012 roku (9% dla pszenicy (ale nie mniej niż 17 EUR/T), 14% dla jęczmienia (ale nie mniej niż 23 EUR/T) oraz 12% dla kukurydzy (ale nie mniej niż 20 EUR/T)). W propozycjach znalazła się również koncepcja wprowadzenia ceł eksportowych na nasiona soi (12%, ale nie mniej niż 33 EUR/t), rzepaku (9%, ale nie mniej niż 23 EUR/t) i oleju słonecznikowego (10%, ale nie mniej niż 84 EUR/t). Wcześniej Ministerstwo Rolnictwa oraz Resort Gospodarki zaprzeczyło możliwości wprowadzenia ceł na eksport oleju słonecznikowego. Spadek cen oleju dla producentów powoduje nie wprost proporcjonalny spadek wartości marży przerobowej (spadek cen oleju o 10% powoduje średnio spadek marży o 22%), aby to zrekompensować ceny słonecznika musiałyby spaść o co najmniej 10%. Ceny słonecznika od końca 2Q'11 na Ukrainie spadły o 25,0%. Obecny spadek cen nasion słonecznika sygnalizować może, że producentom rzeczywiście uda się przerzucić dodatkowe obciążenia na zakłady rolne, gdyby te zostały nałożone. W 2010 roku słonecznik był najbardziej rentowną uprawą na Ukrainie z rentownością na poziomie 64,7%. Prawdopodobne przerzucenie obciążeń na producentów nie powinno w druzgocący sposób zmniejszyć rentowności uprawy w porównaniu do alternatywnych roślin.



## Kęty (Kupuj)

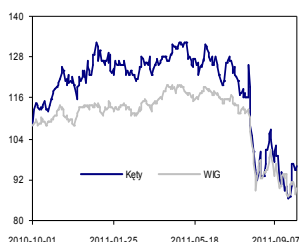
Cena bieżąca: 96 PLN

Cena docelowa: 126,9 PLN

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-08-23

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 111,0	1 210,5	9,0%	1 355,1	11,9%	1 434,5	5,9%	Liczba akcji (mln)	9,2
EBITDA	176,4	185,3	5,0%	207,2	11,8%	219,2	5,8%	MC (cena bieżąca)	885,7
marża EBITDA	15,9%	15,3%		15,3%		15,3%		EV (cena bieżąca)	1 193,7
EBIT	112,2	118,0	5,1%	132,5	12,3%	141,5	6,8%	Free float	59,4%
Zysk netto	70,6	89,7	27,1%	97,7	8,9%	104,8	7,3%		
P/E	12,5	9,9		9,1		8,4		Zmiana ceny: 1m	-4,0%
P/CE	6,6	5,6		5,1		4,9		Zmiana ceny: 6m	-24,5%
P/BV	1,1	1,0		1,0		1,0		Zmiana ceny: 12m	-16,2%
EV/EBITDA	6,1	6,2		5,8		5,3		Max (52 tyg.)	132,5
Dywid (%)	0,0	4,2		4,2		5,5		Min (52 tyg.)	86,6



**W 3Q'11 Zarząd spodziewa się wzrostu sprzedaży o ponad 15% r/r, EBIT w granicach 8-10% r/r oraz spadku wyniku netto na poziomie 11-14% r/r (wpływ ujemnych różnic kursowych). Po 3Q'11 nasza prognoza na 2011 rok wykonana jest w 80% na poziomie przychodów, 89,7% na poziomie EBIT i 84% na poziomie wyniku netto. Nie wykluczone, że po wynikach za 3Q'11 Spółka zdecyduje się na podniesienie prognozy na bieżący rok. Grupa Kęty obecnie notowana jest na 2011 rok ze wskaźnikami 9,1 P/E i 5,8 EV/EBITDA. Podtrzymujemy rekomendację kupuj dla Grupy Kęty.**

### Prognoza Zarządu na 3Q'11

Spółka w komunikacie bieżącym podała prognozę Zarządu na 3Q'11, według której szacowane jest, że przychody ze sprzedaży w 3Q'11 wyniosły 395-400 mln PLN (wzrost o ponad 15% r/r), EBIT 51-52 mln PLN (+8-10% r/r) i wynik netto 32-33 mln PLN (-11-14% r/r). Podobnie jak w pierwszej połowie roku najwyższą dynamikę sprzedaży zanotował segment usług budowlanych (+115% r/r). Sprzedaż segmentu systemów aluminiowych była o 11% r/r wyższa, opakowań giętkich +4% r/r wyższa, a wyrobów wyciskanych +4% r/r (w wyrobach wyciskanych słabszy w ujęciu rok do roku okazał się lipiec). W 3Q'11 Spółka zanotowała -11 mln PLN na działalności finansowej, co związane było przede wszystkim z osłabieniem się PLN do USD i EUR oraz przeszacowaniem wartości kredytów w EUR i USD (na koniec 2Q'11 Spółka miała 18,5 mln kredytu w EUR oraz 4 mln kredytu w USD). Na koniec 3Q'11 Grupa szacuje, że zadłużenie netto wyniesie około 340 mln PLN, wobec 325 mln PLN na koniec 2Q'11 (szacunkowy dług netto na koniec 3Q'11 skorygowany o przeszacowanie kredytów zagranicznych wyniósł 329 mln PLN). Zgodnie z oczekiwaniami w 3Q'11 obserwujemy wyhamowanie trendu wzrostowego długu netto, jaki widoczny był od początku 2010 roku. Po 3Q'11 nasza prognoza na 2011 rok wykonana jest w 80% na poziomie przychodów, 89,7% na poziomie EBIT i 84% na poziomie wyniku netto. W ubiegłym roku, po 3Q'10 całoroczny wynik wykonany był w 73% na poziomie przychodów, 75% na poziomie EBIT i 84% na poziomie zysku netto.



## Kopex (Kupuj)

Cena bieżąca: 18,4 PLN

Cena docelowa: 22,5 PLN

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-09-06

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 313,4	2 365,2	2,2%	2 448,1	3,5%	2 160,9	-11,7%	Liczba akcji (mln)	74,3
EBITDA	217,1	184,6	-15,0%	255,5	38,4%	308,0	20,5%	MC (cena bieżąca)	1 367,7
marża EBITDA	9,4%	7,8%		10,4%		14,3%		EV (cena bieżąca)	1 867,0
EBIT	145,3	100,1	-31,1%	166,6	66,4%	214,3	28,6%	Free float	34,5%
Zysk netto	87,2	33,3	-61,9%	106,6	220,5%	145,4	36,4%		
P/E	15,7	41,1		12,8		9,4		Zmiana ceny: 1m	1,3%
P/CE	8,6	11,6		7,0		5,7		Zmiana ceny: 6m	-13,0%
P/BV	0,6	0,6		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	7,0%
EV/EBITDA	8,2	10,2		7,3		5,6		Max (52 tyg.)	23,3
Dyidend (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	16,3



W 2H11 na rynku lokalnym będzie możliwe do pozyskania 5-6 kontraktów na obudowy zmechanizowane, podczas gdy w neutralnym roku rozstrzyga się 9-11 przetargów. Zwiększenie poziomu obciążenia mocy wśród trzech krajowych producentów (Fazos, Tagor, Glinik) powodować będzie, że w 2H11, nie będą oferowali oni równie agresywnych cen. W bieżącym roku światowe wydatki na projekty górnicze wzrosną o 20-25% i będą na wyższym poziomie niż w rekordowym 2008 roku. Wzrost zapotrzebowania na węgiel na rynku krajowym prowadzi do wzrostu inwestycji przeprowadzanych przez kopalnie. To z kolei powoduje, że nawet przy obniżonych prognozach dla gospodarki Spółka może być odporna na spowolnienie. Negatywnie na kurs w krótkim terminie wpływają spadki surowców, gdyż te generują ryzyko zmniejszenia globalnych zamówień górniczych w przyszłości. Podtrzymujemy rekomendację kupuj dla akcji Kopex.

### Wywiad z Prezesem

W wywiadzie udzielonym portalowi WNP, Prezes Kostempski zapowiedział, że najbardziej perspektywnym rynkiem zagranicznym Kopeksu jest obecnie Australia, gdzie Spółka ma swoje przedstawicielstwa w Queensland i Nowej Południowej Walii. Kopex oczekuje również na kontrakt w Indiach, gdzie możliwy do zdobycia jest kontrakt na roboty górnicze, co w przyszłości dawałoby możliwości dalszej współpracy w zakresie dostaw sprzętu. Prezes podkreślił, że trwają również prace dotyczące drugiej inwestycji w Indonezji, która mogłaby ruszyć w kwietniu przyszłego roku. Na rynkach wschodnich coraz istotniejsza staje się konkurencja chińskich podmiotów, szczególnie dotyczy to Rosji. Kopex chce konsolidować swoje podmioty zlokalizowane na terenie kraju i poza granicami. Dotyczy to przede wszystkim Wamagu, Ryfamy, ZZM i Tagoru. Spółki te od przeszłego roku będą działać jako jeden podmiot, który będzie filarem odpowiedzialnym za produkcję maszyn i urządzeń dla górnictwa. Drugą nogę biznesu stanowić będzie część związana z usługami (PBSz), a trzecią spółka o profilu elektrotechnicznym (Zakład Elektroniki Górniczej oraz Elgór połączony z Hansen). Przebudowa Grupy prowadzić będzie do optymalizacji kosztów i usprawnieniu zarządzania całym przedsiębiorstwem. Nie planowane jest natomiast przeniesienie Hansena z giełdy we Frankfurcie na GPW. Przy okazji Targów Sprzętu Górniczego w Katowicach Prezes podtrzymał swoje oczekiwania odnośnie co najmniej 100 mln PLN zysku netto na 2011 rok. W roku 2012 chciałby poprawić ten wynik. W zakresie nowych akwizycji Kopex nie będzie się skupiał na zwiększaniu mocy produkcyjnych, ale na przejęciach pozwalających na uzyskanie przewagi technologicznej. Negatywnie tym samym odniósł się do przejęcia Glinik przez TDJ.

### Przejęcie Dalbis – Śląskie Towarzystwo Wiertnicze

Portal WNP poinformował o przejęciu przez Kopex Spółki Dalbis, zajmującej się wierceniem otworów o różnorodnym przeznaczeniu, a także praktycznym wdrażaniu technologii wiertniczych w robotach inżynierskich i geotechnologicznych. Kopex nie poinformował jeszcze o cenie za nabywany podmiot. Według Monitora Polskiego w 2009 roku Dalbis miał 13,4 mln PLN obrotu, 1,5 mln PLN EBIT i 1,3 mln PLN zysku netto. EBITDA wyniosła 2,2 mln PLN, a dług netto -4,1 mln PLN (nadwyżka środków pieniężnych nad zadłużeniem). Na podstawie wyników za 2009 oszacować można, że wielkość przejmowanego przedsiębiorstwa jest stosunkowo mała, dlatego wpływ transakcji powinien być neutralny dla wyceny Kopex.

### Wywiad z Prezesem

W wywiadzie udzielonym *Gazecie Puls Biznesu* Prezes Marian Kostempski zapowiada, że wyniki 3Q'11 mogą się okazać niższe od oczekiwań Zarządu. Według Prezesa Spółka odczuje wyciek wody, jaki miał miejsce w 2Q'11 w budowanym szybie Bzie 1 (Zofiówka). Kontrakt gwarantuje zwrot kosztów, ale harmonogram inwestycji się opóźni, a za nim wpływy (fakturowanie następuje według ilości przekopanych metrów). Dodatkowo fabryka w RPA miała kilkudniowe przerwy w pracy spowodowane strajkami i niepokojami społecznymi, a w Famago rozwiązano część nierentownych kontraktów. Sytuację rekompensuje dobre otoczenie w



segmentie urządzeń elektrycznych oraz poprawiająca się rentowność segmentu związanego z produkcją obudów zmechanizowanych (w okresie IV-VI Tagor po raz pierwszy od siedmiu kwartałów zanotował dodatki wynik operacyjny). Zarząd wierzy, że począwszy od 3Q'11 Tagor będzie już rentowny na poziomie netto. Podtrzymane zostały prognozy na ponad 100 mln PLN zysku netto w 2011 roku. Informacje dotyczące wycieku na budowie szybu Bzie 1, strajku w fabryce w RPA i spodziewane słabej rentowności Famago w 3Q'11 były już komunikowane inwestorom na konferencji po wynikowej za 2Q'11. Warto zwrócić uwagę na niską bazę Kopex za 3Q'10 (25,9 mln PLN EBIT i 0,4 mln PLN zysku netto), którą raczej nie trudno będzie Spółce pobić.



## Mondi (Akumuluj)

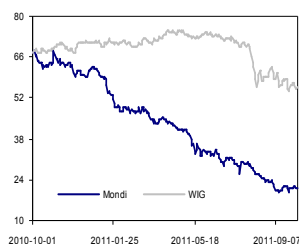
Cena bieżąca: 72,2 PLN

Cena docelowa: 79,6 PLN

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2011-09-13

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 360,8	2 263,7	66,3%	2 762,4	22,0%	2 635,4	-4,6%	Liczba akcji (mln)	50,0
EBITDA	217,9	488,1	124,0%	664,0	36,0%	552,7	-16,8%	MC (cena bieżąca)	3 610,0
marża EBITDA	16,0%	21,6%		24,0%		21,0%		EV (cena bieżąca)	3 650,0
EBIT	99,6	330,7	232,0%	511,5	54,6%	403,0	-21,2%	Free float	16,0%
Zysk netto	71,4	249,3	249,1%	468,7	88,0%	385,7	-17,7%		
P/E	50,6	14,5		7,7		9,4		Zmiana ceny: 1m	4,8%
P/CE	19,0	8,9		5,8		6,7		Zmiana ceny: 6m	-52,0%
P/BV	3,0	2,5		1,9		2,0		Zmiana ceny: 12m	-68,3%
EV/EBITDA	19,7	8,4		5,5		6,6		Max (52 tyg.)	68,0
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		13,0		Min (52 tyg.)	19,7



Słabszy PLN w relacji do EUR, stabilne ceny papieru w 3Q oraz zrealizowane już przychody ze sprzedaży certyfikatów CO2 skłaniają nas do podwyższenia tegorocznej prognozy zysku netto spółki do 469 mln PLN (+17%). Nasza prognoza na 2012 rok pozostaje niezmienną i uwzględnia 6% spadek średniorocznych cen papieru (w EUR, r/r). Słabsza perspektywa niż dotychczas zakładaliśmy rysuje się przed spółką w roku 2013, kiedy już wiadomo, że w Polsce produkcję papieru makulaturowego na nowej maszynie uruchomi Stora Enso.

### Krótkoterminowe perspektywy bardzo dobre

W ujęciu złotówkowym średnie ceny testlinera w 3Q są o 5,7% wyższe niż w poprzednim kwartale. W przypadku flutingu wzrost wynosi 4,5% a kraftlinera 1,7%. W tym czasie ceny surowca do produkcji papierów makulaturowych nie zmieniły się, co zapowiada dalszy wzrost marży brutto na sprzedaży. 3Q tradycyjnie będzie obciążony kosztami letniego przestoju remontowego, tym niemniej wysokie ceny papieru powinny pozwolić na wygenerowanie w kolejnych dwóch kwartałach rekordowych zysków.

### Czynniki ryzyka w średnim okresie

Widzimy dwa podstawowe czynniki ryzyka w średnim okresie. W Ostrołęce Stora Enso wmurowała kamień węgielny pod inwestycję związaną z nową maszyną papierniczą o wydajności 450 tys. ton papieru makulaturowego. Produkcja ma zostać uruchomiona w 1Q2013. Będzie zasysała z rynku ok. 0,53 mln ton makulatury, co odpowiada 29% obecnej zbiórki surowca na rynku polskim. Patrząc na dane o produkcji przemysłowej i PMI dla przemysłu w UE (wskaźnik wyprzedzający dla cen papieru) można postawić tezę, że rynek papieru powinien wejść w fazę spadkową cyklu. Taki scenariusz zakładaliśmy w dotychczasowych prognozach, jednak obserwowane spowolnienie gospodarcze skłania nas do przyjęcia bardziej konserwatywnych założeń na lata 2012-13. Obecna prognoza zakładająca obniżenie średniorocznych cen o 6% w 2012 oznacza zmianę XII/XII o 10%. Efekt ten częściowo zamortyzuje osłabienie PLN względem EUR o 2%. W przyszłym roku na postrzeganie spółki pozytywnie wpłynie dywidenda, którą spółka powinna wypłacić z zysku za 2011 (zakładamy cały zysk netto, DN'11=40 mln PLN), co przy obecnej cenie implikuje DY na poziomie 13%.

## Budownictwo

### Dynamika produkcji budowlano-montażowej w sierpniu

Zgodnie z danymi GUS, dynamika produkcji budowlano-montażowej wyniosła w sierpniu 10,8% r/r i 1,5% m/m. Po wyeliminowaniu czynników sezonowych, dynamika wyniosłaby 13,7% r/r i -0,4% m/m.

### Pogorszenie cykli obrotu kapitału

Zgodnie z raportem Euler Hermes, opóźnienia w płatnościach w sektorze budowlanym na przełomie lipca i sierpnia 2011 wyniosły 780 mln PLN. 27% firm z branży nie dostało należnej zapłaty w terminie. W I połowie roku zatory płatnicze dotyczyły 22% firm. Prezes Erbudu przyznaje, że prywatni inwestorzy płacą w terminie, bo mają kredytowanie. Z opóźnieniem płacą za to instytucje publiczne, samorządy. Poza tym, zamawiający coraz częściej oczekują 90-dniowego okresu zapłaty. Późniejsze płatności znajdują odzwierciedlenie w słabych operacyjnych przepływach pieniężnych firm za I półrocze 2011. Liczymy na poprawę przepływów do końca roku, wraz z postępem realizacji kontraktów drogowych.

## Budownictwo drogowe

### Poprawia się jakość budowanych dróg

GDDKiA ponad rok temu zakupiła sprzęt do badania jakości budowanych dróg za 120 mln PLN. Jeszcze na początku 2010 roku GDDKiA badała 500-1000 próbek i 40-50% wyników było negatywnych. Obecnie Dyrekcja jest w stanie przebadać 6-7 tys. próbek, a odsetek wadliwych spadł poniżej 20%. W lipcu odsetek wadliwych próbek wyniósł 19%. W przypadku negatywnych ocen jakości zbudowanych dróg, spółki budowlane przeprowadzają własne badania, a jeśli występuje dalej rozbieżność – zlecane są badania niezależnym firmom.

## Budownictwo energetyczne

### Przetarg na budowę bloku w Ostrołęce

Energa ogłosiła przetarg na budowę nowego bloku w Ostrołęce. Szacowana moc bloku to 850-1000 MW. Wartość przetargu szacujemy na 4,75 – 5,6 mld PLN. Inwestycja pozyskała wszystkie niezbędne pozwolenia, w tym umowę na przyłączenie do sieci i kontrakt na dostawy węgla z Bogdanki. Spółka zamierza sfinansować inwestycję z kapitału własnego w 30%. Energa otrzymała od banków wstępne deklaracje dot. finansowania na kwotę kilkukrotnie przekraczającą planowane wydatki.

## Energomontaż Południe

### Energomontaż poręcza obligacje PBG za 825 mln PLN

Energomontaż Południe złożył oświadczenie o udzieleniu poręczeń obligacji PBG, serii C i D. Łącznie poręczenie dotyczy obligacji wartych 825 mln PLN: serii C (zapadalność: 10 września 2012) oraz serii D (zapadalność: 23 kwietnia 2014). Poręczenia związane są z włączeniem Energomontażu do Grupy PBG. W zamian za poręczenia obligacji, PBG udostępnia Energomontażowi gwarancje kontraktowe.

## Gastel Żurawie

### Zapowiedź bardzo dobrych wyników w Q3 2011

Firma Gastel Żurawie oczekuje bardzo dobrych wyników za Q3 2011. Sierpień, z przychodami na poziomie prawie 11 mln PLN, był najlepszym miesiącem w historii spółki. Prognoza na rok 2011 (8,7 mln PLN zysku netto, P/E = 7,7) na pewno zostanie zrealizowana. Prognozowany poziom przychodów (105,1 mln PLN). Na pytanie, czy uda się przekroczyć prognozę zysku netto będzie można odpowiedzieć dopiero po wynikach Q3 2011. Perspektywy na rok kolejny są dobre, w 2012 roku przychody spółki mogą wzrosnąć o 15-20% r/r. Niepewnością obarczony jest zaś rok 2013. Spółka rozważa zmianę nazwy firmy na „Herkules”, gdyż odpowiada to marce 70% oferowanego sprzętu.

### Gastel Żurawie rozważa skup akcji

Spółka nie planuje akwizycji, ani wypłaty dywidendy z zysków za rok 2011. Spółka rozważa za to skup do 30% akcji własnych, po cenie 40 groszy na akcję. W najbliższych dniach planowane jest zwołanie WZA, które podejmie decyzję w tej sprawie. Skup mógłby się rozpocząć na przełomie 2011 i 2012 roku. Ilość akcji, które zdecyduje się skupić spółka, będzie uzależniona od tego, czy uda się sprzedać spółkę hotelową i nieruchomości przy ul. Szlacheckiej.

## Mirbud

### Kontrakt za 184,5 mln PLN i zapowiedź kolejnych

Mirbud podpisał kontrakt na budowę centrum konferencyjnego i SPA Hilton w Warszawie. Inwestorem jest spółka Polaris Hospitality Enterprises. Wartość umowy to 184,5 mln PLN (33,1% prognozowanych przychodów Mirbudu na rok 2011). Termin realizacji prac to 21 miesięcy. W tym roku spółka planuje jeszcze podpisać zlecenia za ponad 150 mln PLN na

budowę galerii handlowej w woj. kujawsko-pomorskim i około 50 tys. m<sup>2</sup> powierzchni magazynowych. Obecnie portfel zleceń na rok przyszły jest wypełniony w 60%. W przyszłym roku Zarząd oczekuje wzrostu przychodów o około 25% r/r. Za 3-4 lata Zarząd oczekuje 1 mld PLN przychodów. Zarząd podtrzymuje prognozę na rok 2011, zakładającą wygenerowanie 43,7 mln PLN zysku netto.

### **Kontrakt za 65 mln PLN i portfel zleceń na rok 2012**

Mirbud podpisał kontrakt wart 65 mln PLN na budowę hali wystawienniczej w Ostródzie. 65 mln PLN to około 11,7% możliwych do wygenerowania przez Mirbud przychodów w 2011 roku. Obecnie spółka skupia się na pozyskiwaniu zleceń na rok 2012. Celem jest, aby z końcem 2011 roku portfel gwarantował wykonanie 80% budżetu na rok przyszły. JHM Development wstrzymuje się z emisjami akcji lub obligacji, z uwagi na złą sytuację rynkową. JHM finalizuje rozmowy dotyczące budowy sklepu wielkopowierzchniowego pod wynajem na południu Polski (powierzchnia: około 4 tys. m<sup>2</sup>). Spółka rozmawia także nt. budowy obiektu o powierzchni 1 tys. m<sup>2</sup>. JHM posiada grunty, na których można zrealizować 2,7 tys. mieszkań – ze sprzedaży mieszkań spółka może uzyskać około 800 mln PLN przychodów, przy kosztach na poziomie ponad 500 mln PLN.

### **Optymistyczna ocena perspektyw rynku budowlanego**

Mirbud widzi ożywienie w ramach budowy centrów handlowych i obiektów magazynowych. W przyszłym roku tego typu zamówienia mają odpowiadać za około 60% wartości portfela zleceń spółki. W przeciągu 3-5 lat może powstać około kilkaset mniejszych galerii handlowych w miastach do 50 tys. mieszkańców. Jest tam również miejsce dla sieci wielkopowierzchniowych, takich jak Tesco, czy Lidl – tu też może być mowa o budowie kilkuset obiektów. Zarząd jest też spokojny o najbliższe 2-3 lata w segmencie inwestycji publicznych, które w przyszłym roku mają odpowiadać za 30% portfela zleceń spółki.

## **Mostostal Płock**

### **Zapowiedź nowych kontraktów**

Prezes Mostostalu Płock liczy na pozytywne dla spółki rozstrzygnięcie przetargu na budowę dwóch zbiorników w PERN. Ważność oferty spółki została przedłużona do 26 października. Chodzi o zlecenia o wartości porównywalnej do połowy rocznych przychodów Mostostalu Płock. Ten rok będzie dla spółki słaby, ubiegłorocznej sprzedaży nie uda się powtórzyć. Na przyszły rok spółka ma zlecenia warte 70 mln PLN. Jeśli nie wydarzy się nic nieoczekiwanego, jest szansa na osiągnięcie ponad 140 mln PLN przychodów ze sprzedaży.

## **Remak**

### **Wyniki niższe od oczekiwań, ze względu na problemy z jakością stali**

Prezes Remaku przyznaje, że na największym kontrakcie w historii, w elektrowni Eemshaven, problemy jakościowe związane z jakością nowoczesnych stopów stali negatywnie odbiją się na rentowności prac. Stop stali jest podatny na pęknięcia, w efekcie, prace muszą być wykonywane wolniej i z większą precyzją. Oznacza to konieczność zatrudnienia większej ilości spawaczy i wydłużenie okresu realizacji kontraktu. Z podobnym problemem Remak boryka się w przypadku innych kontraktów na montaż kotłów w zagranicznych elektrowniach. Mimo to, wyniki za II półrocze 2011 będą lepsze r/r. Zysk netto za rok 2011 również będzie lepszy r/r. Portfel zleceń na rok 2012 jest wypełniony w 80-90%. Wzrost marż ma nastąpić, wraz z rozpoczęciem budowy nowych bloków energetycznych w Polsce.



## Budimex (Kupuj)

Cena bieżąca: 72,5 PLN

Cena docelowa: 90 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-09-06

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 289,9	4 430,3	34,7%	4 865,0	9,8%	4 718,9	-3,0%	Liczba akcji (mln)	25,5
EBITDA	221,7	352,6	59,0%	284,5	-19,3%	307,6	8,1%	MC (cena bieżąca)	1 850,9
marża EBITDA	6,7%	8,0%		5,8%		6,5%		EV (cena bieżąca)	1 484,4
EBIT	200,5	331,4	65,3%	262,9	-20,7%	285,5	8,6%	Free float	35,3%
Zysk netto	173,7	267,4	54,0%	222,1	-16,9%	233,8	5,3%		
P/E	10,7	6,9		8,3		7,9		Zmiana ceny: 1m	11,5%
P/CE	9,5	6,4		7,6		7,2		Zmiana ceny: 6m	-32,7%
P/BV	3,2	2,7		2,8		2,3		Zmiana ceny: 12m	-22,7%
EV/EBITDA	4,6	0,1		5,2		5,3		Max (52 tyg.)	109,2
Dywidenda (%)	8,1	9,4		12,5		6,0		Min (52 tyg.)	64,0



**Q3 2011 prawdopodobnie przyniesie tak dobre wyniki finansowe, jak i pozytywne operacyjne przepływy pieniężne. Pod względem przepływów pieniężnych, spółka zdystansuje rywali, takich jak Polimex Mostostal, PBG, czy Mostostal Warszawa, gdzie dodatkowo przepływy operacyjne pojawią się dopiero w Q4 2011. Perspektywy spółki pozostają dobre – szansą są duże stany gotówkowe, połączone z konserwatywnie prowadzoną polityką księgową (duże rezerwy na straty na kontraktach). W 2013 roku wielkość rynku drogowego będzie o połowę mniejsza, niż w roku 2011, odpowiadać temu będzie jednak redukcja podaży mocy wykonawczych firm o 20-30% (wyjście z rynku „oportunistycznych” firm zagranicznych, redukcja potencjałów krajowych firm o „lekkiej strukturze”: Mostostal Warszawa, Polimex Mostostal, PBG). Finalizacja przejęcia PNI da Budimexowi realne szanse starania się o nowe kontrakty na kolei (wartość przetargów czekających na ogłoszenie i rozstrzygnięcie to ponad 5 mld PLN). Podsumowując, Budimex jest dla nas inwestycją o niskim ryzyku, ale i o umiarkowanym potencjale wzrostu kursu, w porównaniu do najbardziej przecenionych firm, takich jak PBG, czy Polimex Mostostal. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.**

### Prezes Budimexu o nowych kontraktach

Prezes Budimexu przyznaje, że podpisanie większej liczby kontraktów w tym i poprzednim miesiącu to efekt uaktywnienia się prywatnych inwestorów i zakończenia przetargów, w których spółka uczestniczyła. Budimex nie prowadzi agresywnej polityki cenowej. Według przewidywań spółki, wartość zamówień pozyskanych w 2011 roku będzie niższa, niż w 2010 roku. W 2012 roku spadnie liczba zamówień płynących z segmentu publicznego.

### Kontrakt za 258,0 mln PLN

Budimex w konsorcjum z Ferrovialeem podpisał umowę z Urzędem Miasta Krakowa na budowę Centrum Kongresowego – 2 etap. Wartość umowy to 258 mln PLN, czyli 5,3% prognozowanych przychodów Budimexu na rok 2011. Termin realizacji prac to 35 miesięcy. Złożonych zostało 5 ofert – 2-ga oferta była o 4,6% droższa, 3-a zaś o 7,3%.

### Kontrakt za 170 mln PLN na budowę biurowca na Woli

Budimex podpisał umowę ze spółką Warszawa Przyokopowa na budowę kompleksu biurowego w Warszawie, przy ul. Przyokopowej. Spółka jest w 82% własnością LC Corp notowanego na GPW i w 18% własnością LC Corp BV. Termin realizacji to 24 miesiące. Wartość kontraktu, 170 mln PLN, to około 3,5% prognozowanych przychodów Budimexu na rok 2011.

### Kontrakt za 110,7 mln PLN

Budimex podpisał umowę z Urzędem Miasta Lublin na zaprojektowanie i budowę stadionu miejskiego. Wartość umowy to 110,7 mln PLN (2,3% prognozowanych przychodów spółki na rok 2011). Termin realizacji prac to 30 września 2013 roku.

### Zgoda Rady Nadzorczej PKP na zakup PNI

Budimex uzyskał zgodę Rady Nadzorczej PKP na zakup PNI. W najbliższym czasie spółka liczy na pozyskanie zgody UOKiK, Ministra Infrastruktury i zgromadzenia wspólników PNI. Zgody Budimex powinien uzyskać do końca października. Jeśli tak się stanie, będzie możliwa konsolidacja PNI od początku listopada. Umowa przedwstępna przewiduje przejęcie spółki za 225 mln PLN. W roku 2009/2010, PNI wygenerowało 541 mln PLN przychodów i 9,1 mln PLN zysku netto.



## Elektrobudowa (Kupuj)

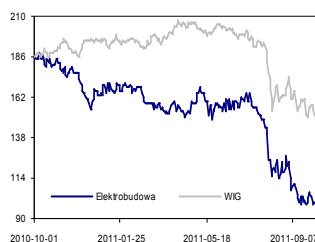
Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-10-06

Cena bieżąca: 100 PLN

Cena docelowa: 163,1 PLN

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	700,9	786,7	12,2%	867,2	10,2%	916,9	5,7%	Liczba akcji (mln)	4,7
EBITDA	123,5	64,0	-48,2%	69,8	9,1%	77,2	10,6%	MC (cena bieżąca)	474,8
marża EBITDA	17,6%	8,1%		8,0%		8,4%		EV (cena bieżąca)	384,2
EBIT	69,0	53,1	-23,1%	57,9	9,1%	64,6	11,6%	Free float	42,3%
Zysk netto	54,5	45,1	-17,4%	49,7	10,3%	56,1	12,9%		
P/E	8,7	10,5		9,6		8,5		Zmiana ceny: 1m	-8,3%
P/CE	4,4	8,5		7,7		6,9		Zmiana ceny: 6m	-36,1%
P/BV	1,6	1,5		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	-45,9%
EV/EBITDA	6,2	6,7		5,5		4,6		Max (52 tyg.)	188,4
Dywid (%)	3,1	3,5		3,1		3,5		Min (52 tyg.)	98,0



Drugie półrocze przyniesie zdecydowaną poprawę wyników Elektrobudowy. Prognoza zarządu, zakładająca 48,6 mln PLN skonsolidowanego zysku netto w 2011 roku pozostaje aktualna, zostanie jednak prawdopodobnie zrealizowana przy udziale zdarzenia jednorazowego. Pozytywnie oceniamy starania zarządu, mające na celu rozwój nowych produktów w segmencie dystrybucji energii (rozdzielnica wysokiego napięcia). Spółka jest notowana na rok 2011 na poziomie P/E = 9,6 i EV/EBITDA = 5,5. Światowe koncerny inżynierskie notowane są na poziomie P/E 2011 = 12,8, EV/EBITDA 2011 = 4,9. Na GPW notowane są firmy budowlane o niższym bieżącym P/E, nie można jednak zapominać, że Elektrobudowa: a) ma ponadprzeciętne perspektywy wzrostu; b) jest spółką o niskim ryzyku (gotówka netto, działalność polegająca na realizacji małych i średnich kontraktów). Z uwagi na spadek wyceny rynkowej Elektrobudowy, podwyższamy rekomendację inwestycyjną z akumuluj do kupuj.

### Plany zwiększenia udziału eksportu w przychodach do 25%

Elektrobudowa planuje zwiększyć udział eksportu w przychodach do 25% (obecnie: 15%). To jeden ze sposobów na uporać się z niższą rentownością działalności w Polsce. Marże za granicą nie są jeszcze wysokie, spółka jest w trakcie budowy marki na rynkach eksportowych.

### Prace nad nowym produktem, rozdzielnicą wysokiego napięcia

Elektrobudowa planuje w 2012 roku wprowadzić do sprzedaży nowy produkt – rozdzielnicę wysokiego napięcia. Badanie produktu w jednym europejskim laboratorium w Holandii zaplanowano na noc z 22 na 23 stycznia 2012. Od złożenia ofert do uruchomienia rozdzielnicy upływa 12 miesięcy, dlatego w 2012 roku Elektrobudowa może sprzedać jedynie 1-2 takie rozdzielnice. W kolejnych latach spółka będzie mogła sprzedawać 20-40 rozdzielnic rocznie. Koszt jednego urządzenia to 140-250 tys. EUR. Inwestycja w produkcję rozdzielnic wysokiego napięcia zwróci się w ciągu maksimum 5 lat.

### Fiński związek zawodowy pozwał do sądu Elektrobudowę

Fiński związek zawodowy wystąpił w imieniu 115 Polaków, którzy z 350 pracujących nad budową elektrowni atomowej Olkiluoto 3, zapisali się do instytucji. Związek żąda przestrzegania układu zbiorowego, zakładającego m.in. wypłacanie stawek za nadgodziny i diet. Fiński dziennik Helsingin Sanomat podaje, że chodzi o kwotę 2,7 mln EUR wynagrodzeń (2,2% kapitalizacji Elektrobudowy). Według związków, polscy pracownicy otrzymują 8-13 EUR/h, podczas gdy minimalna stawka w Finlandii w branży elektrycznej to 15 EUR/h. Przeciwno spółce wpłynął pozew do sądu, a komornik zablokował na koncie firmy 600 tys. EUR. Prezes Elektrobudowy uważa, że żądania związkowców są nieuzasadnione, a zapisy umowy zbiorowej, na którą powołują się związkowcy, są niezgodne z prawem UE. Wiosną w podobnym sporze znajdowała się firma KMW Engineering.



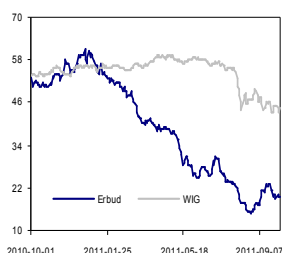
## Erbud (Kupuj)

Cena bieżąca: 19,78 PLN    Cena docelowa: 29,8 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-08-18

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	954,6	1 103,9	15,6%	1 281,5	16,1%	1 264,3	-1,3%	Liczba akcji (mln)	12,6
EBITDA	68,3	29,0	-57,5%	-3,5		50,5		MC (cena bieżąca)	248,7
marża EBITDA	7,2%	2,6%		-0,3%		4,0%		EV (cena bieżąca)	258,6
EBIT	60,5	20,9	-65,5%	-11,6		42,2		Free float	27,5%
Zysk netto	41,7	12,1	-71,0%	-8,5		34,2			
P/E	6,0	20,6				7,3		Zmiana ceny: 1m	13,7%
P/CE	5,0	12,3				5,9		Zmiana ceny: 6m	-50,2%
P/BV	1,1	1,0		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	-61,6%
EV/EBITDA	1,7	5,2				4,7		Max (52 tyg.)	61,0
Dywid (%)	0,6	2,5		1,2		0,0		Min (52 tyg.)	14,7



Nasze prognozy na rok 2011 pozostają aktualne. Liczymy, że Q3 2011 przyniesie znaczną poprawę wyników i około 10 mln PLN zysku netto. Pozwoli to ograniczyć całoroczną stratę do poziomu około 8,5 mln PLN. Podtrzymujemy opinię, że rok 2012 pozwoli spółce zaprezentować poprawę wyników, z uwagi na: 1) brak straty netto z tytułu rezerw za I połowę roku 2) poprawę wyniku działalności deweloperskiej (oddania mieszkań w inwestycjach rozpoczętych po „kryzysie”, niższy koszt budowy); 3) wdrożenie programu wcześniejszych płatności podwykonawcom (50 mln PLN pozyskane z obligacji pozwoli zwiększyć marżę z działalności budowlanej o nawet 1 pkt. %). Zbliża się koniec roku, który historycznie dla Erbudu był okresem pozyskiwania nowych zleceń z segmentu prywatnego. Wolumen pozyskanych kontraktów zdecyduje o skali przychodów spółki w przyszłym roku. Erbud na tle konkurencyjnych firm ma w mniejszym stopniu wypełniony portfel zleceń na rok przyszły (niecałe 400 mln PLN). Nasze prognozy zakładają na przyszły rok spadek przychodów o 1,3% i 34,2 mln PLN zysku netto (P/E 2012 = 7,3). Podsumowując, na tle branży Erbud jest spółką o przeciętnym ryzyku i lekko ponadprzeciętnym potencjale wzrostu kursu. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

### Kontrakt za 21,9 mln PLN

Erbud podpisał umowę z Akademią Muzyczną w Łodzi, na budowę sali koncertowej akademii. Wartość umowy to 21,9 mln PLN (1,7% prognozowanych przychodów Erbudu na rok 2011). Termin realizacji prac to 19 miesięcy.

### Kredyt spółki zależnej

Spółka Budlex Glinki A3, w 100% kontrolowana przez Budlex, w 100% zależny od Erbudu, podpisała z Bankiem BRE Bank Hipoteczny umowę o udzielenie kredytu do kwoty 26 mln PLN. Kredyt zostanie wykorzystany na sfinansowanie budowy osiedla Zielone Tarasy w Bydgoszczy.



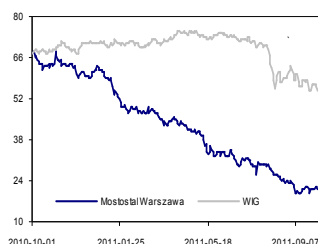
## Mostostal Warszawa (Kupuj)

Cena bieżąca: 21,12 PLN    Cena docelowa: 43,7 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-09-08

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 712,1	2 570,4	-5,2%	2 832,3	10,2%	2 743,3	-3,1%	Liczba akcji (mln)	20,0
EBITDA	209,1	119,7	-42,8%	55,7	-53,5%	96,2	72,7%	MC (cena bieżąca)	422,4
marża EBITDA	7,7%	4,7%		2,0%		3,5%		EV (cena bieżąca)	370,8
EBIT	181,2	84,3	-53,5%	19,5	-76,9%	59,1	203,5%	Free float	29,9%
Zysk netto	117,3	62,5	-46,7%	21,1	-66,2%	46,8	121,8%		
P/E	3,6	6,8		20,0		9,0		Zmiana ceny: 1m	4,8%
P/CE	2,9	4,3		7,4		5,0		Zmiana ceny: 6m	-52,0%
P/BV	0,9	0,8		0,8		0,7		Zmiana ceny: 12m	-68,3%
EV/EBITDA	0,8	1,1		6,7		3,2		Max (52 tyg.)	68,0
Dywid (%)	1,5	8,5		2,6		1,5		Min (52 tyg.)	19,7



Mostostal Warszawa zaprezentował w Q2 2011 lepsze wyniki finansowe niż przewidywał konsensus prognoz. Nie dysponujemy jeszcze prognozami wyników firmy w Q3 2011, spodziewamy się jednak, że wynik będzie niski, lecz dodatni. Operacyjne przepływy pieniężne również mogą być lekko ujemne. Q3 2011 będzie ważny, z punktu widzenia oceny kontraktów drogowych. Liczba zakontraktowanych podwykonawców realizujących kontrakty systematycznie rośnie. W kontekście obecnej, bardzo niskiej kapitalizacji (440 mln PLN), najbardziej istotne jest naszym zdaniem to, kiedy w bilansie spółki ponownie pojawi się gotówka netto. W 2009 i 2010 roku kwartalne stany gotówki netto przekraczały 200 mln PLN. Obecnie spółka ma niewielki dług netto. Pogorszenie stanu gotówki netto wynika z zaangażowania środków w realizację dużych zleceń drogowych. Poprawę salda gotówki przyniesie: a) efekt zakończenia roku w Q4 2011, b) zakończenie realizowanych kontraktów drogowych w połowie 2012 roku c) bardzo prawdopodobna redukcja skali działalności Mostostalu w segmencie drogowym od II połowy 2012 roku. Nie widzimy przesłanek, aby oczekiwać, że gotówka do spółki nie wróci, zaś Mostostal zaprezentuje duże straty, m.in. na kontrakcie na budowę obwodnicy Kielc. Na tle sektora Mostostal jest spółką o niskim ryzyku i ponadprzeciętnym potencjale wzrostu kursu. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

### Kontrakt za 31,7 mln PLN

Mostostal Warszawa podpisał umowę z Uniwersytetem Ekonomicznym w Katowicach na budowę budynku uniwersytetu. Wartość umowy to 31,7 mln PLN (1,1% prognozowanych przychodów spółki na rok 2011). Termin realizacji prac to 23 miesiące.

### Mostostal stara się przywrócić rentowność zleceniom drogowym

Prezes Mostostalu Warszawa przyznaje, że tegoroczny portfel zamówień jest rekordowy, co przełoży się na rekordowy poziom przychodów. W ślad za przychodami nie pójda zyski. Ciężarem dla spółki są kontrakty drogowe. Za wcześnie jest, aby szacować poziom zysków spółki w 2011 roku. Mostostal podjął działania kontraktowe i prawne, które mają doprowadzić do tego, aby kontrakty drogowe stały się rentowne. Spółka zabiega, aby uwzględniono w harmonogramie prac i wynagrodzeniu spółki warunki atmosferyczne, wzrost cen materiałów budowlanych i zmiany specyfikacji. Portfel zleceń na rok 2012 jest wypełniony w 75%. Spółka nie będzie jednak dążyć za wszelką cenę do powtórzenia w 2012 roku tegorocznej sprzedaży.



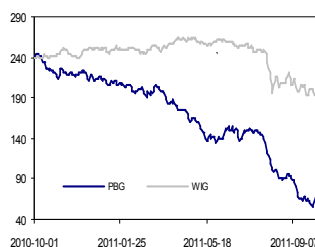
## PBG (Kupuj)

Cena bieżąca: 71,75 PLN    Cena docelowa: 151 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-08-11

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 578,0	2 740,3	6,3%	3 479,4	27,0%	5 215,2	49,9%	Liczba akcji (mln)	14,3
EBITDA	338,7	319,4	-5,7%	363,1	13,7%	440,6	21,3%	MC (cena bieżąca)	1 025,7
marża EBITDA	13,1%	11,7%		10,4%		8,4%		EV (cena bieżąca)	2 819,7
EBIT	286,5	272,7	-4,8%	308,5	13,1%	368,1	19,3%	Free float	37,4%
Zysk netto	210,6	224,3	6,5%	200,1	-10,8%	216,5	8,2%		
P/E	4,9	4,6		5,1		4,7		Zmiana ceny: 1m	-19,5%
P/CE	3,9	3,8		4,0		3,5		Zmiana ceny: 6m	-58,8%
P/BV	0,7	0,6		0,6		0,5		Zmiana ceny: 12m	-70,6%
EV/EBITDA	5,1	5,8		7,8		5,6		Max (52 tyg.)	244,0
Dyyield (%)	0,0	2,0		2,0		2,0		Min (52 tyg.)	56,1



Kurs PBG bardzo mocno tracił we wrześniu, z uwagi na obawy o poziom zadłużenia spółki i możliwość złamania covenantów bankowych. Uważamy, że ryzyko złamania covenantów sięga obecnie 10-20%, zaś nawet ich lekkie naruszenie nie powinno powodować dla spółki negatywnych konsekwencji. Banki nadal wyrażają duże zainteresowanie finansowaniem firm budowlanych i przedłużają finansowanie nawet najbardziej zadłużonym podmiotom, takim jak ABM Solid. Przejęcie Rafako zwiększy zadłużenie netto Grupy w Q4 2011 o 450 mln PLN, nie można jednak zapominać, że wskaźnik dług netto / EBITDA liczony na koniec roku będzie uwzględniał również 100% tegorocznej EBITDA Rafako. Z naszych szacunków wynika, że przy założeniu 50 mln PLN negatywnego operacyjnego cash flow w Q3 2011, aby covenanty bankowe nie zostały naruszone, w Q4 2011 PBG musi wypracować przynajmniej 200 mln PLN operacyjnego cash flow. Patrząc historycznie, nie powinno być to dla spółki większym problemem. W 2012 roku spadek zadłużenia będzie kontynuowany, z uwagi na: 1) redukcję zaangażowania spółki w ramach segmentu drogowego 2) sprzedaż wybranych aktywów (realny termin sprzedaży: najwcześniej I połowa 2012 roku). Podsumowując, rynek ocenia PBG jako spółkę o dużym ryzyku. Uważamy jednak, że firma oferuje jednocześnie bardzo duży potencjał wzrostu kursu, przekraczający nawet 100%. Większy potencjał wzrostu oferuje obecnie jedynie Hydrobudowa. Kluczowe czynniki, mogące wpłynąć na duży wzrost kursu, to: poprawa salda zadłużenia netto i rozstrzygnięcie przetargu na budowę bloku w Opolu. Oba zdarzenia będą mieć miejsce pod koniec roku. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

### Kontrakt na budowę biogazowni za 49,9 mln PLN

Spółka PBG Energia, Tesgas i Goproman podpisały umowę na zaprojektowanie, budowę i rozruch elektrowni biogazowej o mocy 3,2 MW w miejscowości Szarlej. Wartość umowy to 49,9 mln PLN (1,4% prognozowanych przychodów PBG na rok 2011). W przetargu złożono 1 ofertę.

### Wyłączność negocjacyjna PBG Dom na zakup Polbus-PKS

Spółka PBG Dom otrzymała od Ministerstwa Skarbu Państwa wyłączność negocjacyjną na zakup udziałów spółki Polbus-PKS z Wrocławia. Wyłączność została udzielona do 30 września 2011. PBG ogranicza nakłady kapitałowe na działalność deweloperską. Nie przewidujemy przejścia spółki.



## Polimex Mostostal (Kupuj)

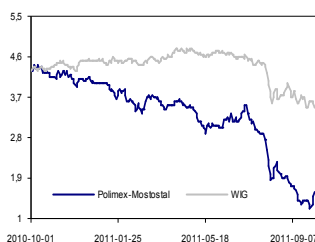
Cena bieżąca: 1,57 PLN

Cena docelowa: 2,59 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-08-11

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	4 836,7	4 160,9	-14,0%	4 549,8	9,3%	4 931,6	8,4%	Liczba akcji (mln)	521,7
EBITDA	343,6	300,4	-12,6%	249,0	-17,1%	284,7	14,3%	MC (cena bieżąca)	819,1
marża EBITDA	7,1%	7,2%		5,5%		5,8%		EV (cena bieżąca)	1 368,8
EBIT	264,9	212,7	-19,7%	139,0	-34,6%	174,2	25,3%	Free float	62,0%
Zysk netto	156,4	109,7	-29,9%	78,3	-28,6%	118,2	50,9%		
P/E	4,7	6,6		10,5		6,9		Zmiana ceny: 1m	-7,6%
P/CE	3,1	3,7		4,3		3,6		Zmiana ceny: 6m	-56,7%
P/BV	0,6	0,5		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-64,3%
EV/EBITDA	3,4	4,1		5,5		4,7		Max (52 tyg.)	4,4
Dyyield (%)	0,6	2,5		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	1,2



Wyniki Q3 2011 będą prawdopodobnie lepsze q/q, jednak nie w takim stopniu, jak można było tego wcześniej oczekiwać. Na poprawę operacyjnych przepływów pieniężnych również trzeba będzie poczekać do zakończenia Q4 2011. Nie zmienia to jednak faktu, że firma jest bardzo tania. Rok 2011 to rok słabych wyników finansowych (dół cyklu), a mimo to P/E 2011 = 10,5. Rynek dyskontuje, że w przyszłych latach wyniki Polimexu nie poprawią się, ale nawet mogą się pogorszyć. Nie zgadzamy się z takim scenariuszem. Rozpoczęcie inwestycji przez polski sektor energetyczny pozwoli znacznie poprawić wyniki. W segmencie produkcji mówimy tutaj o wykorzystaniu własnych mocy i efektu dźwigni kosztów ogólnych. Z podobnym efektem będziemy mieć do czynienia w przypadku segmentu chemii i energetyki. Łącznie Grupa Polimex zatrudnia ponad 14 tys. osób. Tak duże zatrudnienie w okresie dekonjunktury to ryzyko nie pokrycia kosztów stałych, zaś w okresie konjunktury – ponadprzeciętne marże. Nie widzimy obecnie ryzyka dla pokrycia kosztów stałych w spółce. Poziom zadłużenia również nie budzi naszych obaw. Bieżący dług netto / EBITDA 4 ostatnich kwartałów = 3,2. Zadłużenie spadnie na koniec Q4 2011. Szacujemy, że około 200 mln PLN zadłużenia netto to środki finansujące realizację dużych kontraktów drogowych. Podsumowując, rynek postrzega ryzyko działalności Polimexu jako duże. Nie można jednak zapominać, że spółka w pozytywnym scenariuszu oferuje przekraczający 100% potencjał wzrostu kursu. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

### Zapowiedź wzrostu backlogu i nowych kontraktów

Portfel zleceń Polimexu ma obecnie wartość 9 mld PLN (12,1 mld PLN z częścią przypadającą na konsorcjantów). Prezes Polimexu liczy, że do końca roku portfel zleceń łącznie z przychodami konsorcjantów wzrośnie do 13 mld PLN. Do końca września spółka podpisze kontrakty na około 0,5 mld PLN, dotyczące budowy stadionu w Zabrze oraz obiektów rozrywkowo-kulturalnych w Katowicach i Gliwicach.

### Kontrakt za 205,4 mln PLN

Polimex Mostostal podpisał kontrakt na budowę Międzynarodowego Centrum Kongresowego w Katowicach. Wartość umowy to 205,4 mln PLN netto (4,5% prognozowanych przychodów Polimexu na rok 2011). Pierwotnie dokonano wyboru konsorcjum firm: 3J i Unistav (231 mln PLN, wartość oferty Polimexu: 252,7 mln PLN brutto). Oferta została odrzucona, wobec protestu złożonego przez Polimex Mostostal do KIO.



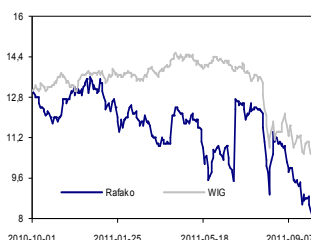
## Rafako (Akumuluj)

Cena bieżąca: 8,07 PLN      Cena docelowa: 12,8 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-07-05

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	963,7	1 188,1	23,3%	1 418,2	19,4%	1 460,8	3,0%	Liczba akcji (mln)	69,6
EBITDA	67,5	72,1	6,7%	77,5	7,6%	79,9	3,1%	MC (cena bieżąca)	561,7
marża EBITDA	7,0%	6,1%		5,5%		5,5%		EV (cena bieżąca)	373,0
EBIT	53,9	60,2	11,6%	63,7	5,9%	65,6	3,0%	Free float	20,5%
Zysk netto	37,7	43,6	15,6%	56,3	29,0%	61,1	8,6%		
P/E	14,9	12,9		10,0		9,2		Zmiana ceny: 1m	-18,0%
P/CE	10,9	10,1		8,0		7,4		Zmiana ceny: 6m	-34,8%
P/BV	1,5	1,4		1,3		1,1		Zmiana ceny: 12m	-36,9%
EV/EBITDA	4,8	5,1		4,8		4,2		Max (52 tyg.)	13,6
Dywid (%)	0,0	3,7		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	8,1



Wyniki Q3 2011 nie będą odbiegać od tego, co spółka zaprezentowała przez 2 poprzednie kwartały roku. Znacznie ważniejsze naszym zdaniem będą operacyjne przepływy pieniężne. Naszym zdaniem Rafako, podobnie jak Budimex, prowadzi bardzo zachowawczą politykę księgową. Polityka ta może najwcześniej ulec zmianie po przejściu firmy przez PBG. Oznaczać to może, że prognoza wyników Rafako w 2012 roku, którą ogłosi spółka po zmianie głównego udziałowca, może zaskoczyć pozytywnie. Z drugiej strony, niepewnością obciążone jest to, w jakim stopniu i na jakich zasadach Rafako będzie partycypować w przetargach energetycznych realizowanych przez Grupę PBG. Niepewnością też obciążone jest ewentualne, zapowiedziane przez PBG, połączenie spółki z Energomontażem Południe. Szansą z kolei niezmiennie są kontrakty energetyczne. Podtrzymujemy opinię, że kontrakt na budowę bloku w Opolu prawdopodobnie zostanie rozstrzygnięty na korzyść koncernu Alstom. Nawet w takiej konfiguracji Rafako może jednak liczyć na zlecenia warte około 1,4 mld PLN. Jest tak, gdyż Alstom przeniósł własną wytwórnię kotłów z Czech do Chin. Realny termin wyboru oferty na budowę bloku w Opolu to naszym zdaniem listopad 2011 roku. Naszym zdaniem opóźnienia w rozstrzygnięciu przetargu wartego 9,1 mld PLN mogą wynikać głównie z niechęci do podejmowania tak dużej decyzji inwestycyjnej przed wyborami parlamentarnymi (9 X 2011). Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

### Prezes o konkurencji z PBG w przetargach i wynikach Q3 2011

Rafako nie planuje wycofywać się z przetargów, w których konkuruje z PBG, a które zostały ogłoszone wcześniej, niż doszło do podpisania umowy przedwstępnej objęcia udziałów w Rafako przez PBG. Chodzi m.in. o przetargi na budowę spalarni odpadów. Portfel zamówień Rafako ma wartość około 1,8 mld PLN. Q3 2011 nie przyniesie rewolucji w wynikach finansowych – spółka powinna utrzymać pozytywne trendy w wynikach, które obserwowaliśmy w poprzednich kwartałach.

### Kontrakt za 37,35 mln PLN

Rafako podpisało umowę z PGE Górnictwo i Energetyka Konwencjonalna o wartości 37,35 mln PLN (2,6% prognozowanych przychodów Rafako na rok 2011). Przedmiotem umowy są prace, zwiększające produkcję „zielonej energii” w Elektrowni Kielce.



## Trakcja Tiltra (Kupuj)

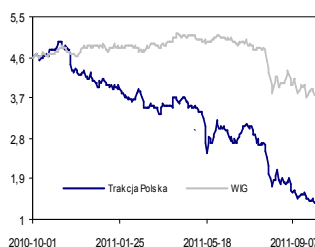
Cena bieżąca: 1,41 PLN

Cena docelowa: 3,5 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-20

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	711,6	491,2	-31,0%	2 259,2	360,0%	2 520,6	11,6%	Liczba akcji (mln)	232,1
EBITDA	86,8	54,8	-36,9%	173,4	216,5%	173,4	0,0%	MC (cena bieżąca)	327,3
marża EBITDA	12,2%	11,2%		7,7%		6,9%		EV (cena bieżąca)	765,6
EBIT	76,7	44,1	-42,5%	127,7	189,5%	127,7	0,0%	Free float	39,9%
Zysk netto	71,6	32,6	-54,5%	72,6	122,8%	79,3	9,2%		
P/E	3,2	6,9		4,5		4,1		Zmiana ceny: 1m	-11,3%
P/CE	2,8	5,2		2,8		2,6		Zmiana ceny: 6m	-60,5%
P/BV	0,6	0,6		0,4		0,4		Zmiana ceny: 12m	-69,8%
EV/EBITDA	1,0	0,3		4,4		3,7		Max (52 tyg.)	5,0
Dywid (%)	7,1	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	1,4



Wstępnie zakładamy, że wyniki Q3 2011 będą lepsze, niż w Q2 2011. Prawdopodobnie w Q3 2011 nie uda się jeszcze wygenerować dodatniego operacyjnego przepływu pieniężnego, gdyż szczyt zapotrzebowania na kapitał obrotowy wystąpił w tym roku w sierpniu. Sądzymy, że Tiltra w roku 2011/2012 zrealizuje przewidziane w umowie inwestycyjnej zyski. Prognoza, zakładająca 72,6 mln PLN zysku netto Grupy Trakcja Tiltra w 2011 roku pozostaje aktualna (P/E = 4,5). Rok 2012 niezmiennie obciążony jest ryzykiem, jeśli chodzi o zapełnienie portfela zamówień w Polsce (rocznie z usług budowlanych Poldim i PEUiM generują około 700-800 mln PLN przychodów, portfel zleceń spółek zaś sięga około 220 mln PLN). Pozostała część Grupy Tiltra nie budzi naszych obaw – chodzi tak o sprzedaż mas bitumicznych (kumulacja popytu w 2012 roku), jak i budownictwo na Litwie. Portfel zleceń w segmencie kolejowym na rok 2012 w pełni zapewnia wykonanie naszych prognoz. Spółka realizuje 4 duże kontrakty typu projektuj i buduj, na które nie ma zakontraktowanych podwykonawców ani dostaw materiałów. Spośród spółek budowlanych notowanych na GPW, to część kolejowa Trakcji mogłaby najbardziej skorzystać w negatywnym scenariuszu gospodarczym (spadek kosztów budowy, cen surowców i cen materiałów budowlanych). Z uwagi na duży dług, spółka jest postrzegana jako jedna z bardziej ryzykownych. Jednocześnie, w pozytywnym scenariuszu Trakcja oferuje ponad 100% potencjału wzrostu kursu. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

### Kontrakt drogowy za 150 mln PLN

Konsorcjum firm: Heilit Woerner, Strabag, Poldim (Grupa Trakcja – Tiltra) oraz PI IMB Podbeskidzie podpisało umowę z GDDKiA na dokończenie budowy odcinka autostrady A4 Brzesko – Wierchosławice. Wartość kontraktu to 521,8 mln PLN, z czego na Poldim z Grupy Trakcja Tiltra przypada 150 mln PLN (6,6% prognozowanych przychodów Trakcji Tiltry na rok 2011).

### Porozumienie z p. Jackiem Jurkiem

Trakcja Tiltra zawarła polubowne porozumienie z p. Jackiem Jurkiem, w sprawie postępowania mającego na celu podważenie uchwał połączeniowych Trakcji Polskiej i Tiltry.



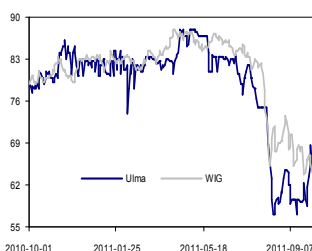
## Ulma Construcccion Polska (Kupuj)

Cena bieżąca: 62,9 PLN    Cena docelowa: 91,4 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-08-04

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	175,4	215,4	22,7%	258,9	20,2%	256,3	-1,0%	Liczba akcji (mln)	5,3
EBITDA	72,1	104,2	44,6%	128,8	23,6%	118,3	-8,1%	MC (cena bieżąca)	330,6
marża EBITDA	41,1%	48,4%		49,8%		46,2%		EV (cena bieżąca)	445,4
EBIT	4,0	27,3	590,3%	56,3	106,2%	48,3	-14,3%	Free float	18,7%
Zysk netto	-5,5	10,2		34,1	233,1%	31,7	-6,9%		
P/E		32,3		9,7		10,4		Zmiana ceny: 1m	1,5%
P/CE	5,3	3,8		3,1		3,2		Zmiana ceny: 6m	-24,7%
P/BV	1,3	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	-19,8%
EV/EBITDA	7,6	5,1		3,5		3,6		Max (52 tyg.)	88,0
Dyyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	57,0



Wyniki Q3 2011 mogą być lepsze q/q, z uwagi na wyższe przychody, podobnie jak operacyjne przepływy pieniężne. Sytuacja w kolejnych kwartałach również prezentuje się dobrze. W 2012 roku Q1, Q2 i Q3 będą nie gorsze, niż w 2011 roku. Czynnikiem ryzyka obarczony jest Q4 2012, gdy prace nad rozbudową krajowych dróg szybkiego ruchu i autostrad będą na ukończeniu. Ulma ma szereg pomysłów na zrównoważenie ubytku w wyniku finansowym, która może nadejść za 1,5 roku. Po pierwsze, spółka zamierza zwiększyć aktywność w Kazachstanie i na Ukrainie, rynki te obecnie odpowiadają za około 5% przychodów firmy. Po drugie, Ulma może dzierżawić majątek do innych krajów, korzystając ze struktur spółki-matki. Chodzi przykładowo o kraje, takie jak na przykład Brazylia. Na dzierżawie majątku w ramach struktur spółki-matki, Ulma powinna generować dochody zbliżone do WACC. Po trzecie, w II połowie 2013 roku pojawi się popyt związany z realizacją dużych bloków energetycznych. Ulma na tle sektora jest spółką o dość niskim ryzyku i porównywalnym do innych spółek z sektora potencjale wzrostu kursu. W efekcie, ocena perspektyw spółki skłania nas do podtrzymania prognoz wyników finansowych i rekomendacji kupuj.



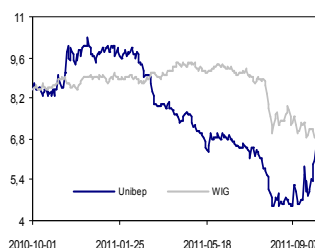
## Unibep (Kupuj)

Cena bieżąca: 6,61 PLN    Cena docelowa: 9,78 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-20

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	392,7	657,9	67,5%	780,6	18,7%	870,9	11,6%	Liczba akcji (mln)	33,9
EBITDA	31,4	35,7	13,8%	33,3	-6,6%	63,7	91,0%	MC (cena bieżąca)	224,3
marża EBITDA	8,0%	5,4%		4,3%		7,3%		EV (cena bieżąca)	300,1
EBIT	26,6	29,8	11,7%	26,8	-9,9%	57,0	112,7%	Free float	27,3%
Zysk netto	17,8	22,7	27,5%	19,5	-14,1%	40,9	109,9%		
P/E	12,6	9,9		11,5		5,5		Zmiana ceny: 1m	47,5%
P/CE	10,0	7,8		8,6		4,7		Zmiana ceny: 6m	-10,7%
P/BV	2,0	1,6		1,4		1,1		Zmiana ceny: 12m	-22,2%
EV/EBITDA	7,3	6,6		9,0		5,3		Max (52 tyg.)	10,3
Dyyield (%)	1,5	1,5		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	4,5



Uważamy, że Unibep ma szansę poprawić wyniki finansowe q/q w Q3 2011, z uwagi na wyższe przychody. Działalność spółki jest bezpieczna, tak w ramach budownictwa, jak i w ramach działalności deweloperskiej. Spółka notowana jest na poziomie P/E 2011 = 4,1. Rynek powątpiewa w powtarzalność zysków, zauważając, że duża część z nich pochodzić będzie z działalności deweloperskiej. Nie zgadzamy się z takim podejściem. Po pierwsze, uważamy, że wyniki z działalności deweloperskiej z 2012 roku są powtarzalne w roku 2013 roku. Po drugie, nawet uproszczona, bardzo ostrożna wycena spółki metodą sumy części składowych prezentuje dużo wyższą wartość, niż wycena rynkowa spółki. Kontrakty budowlane Unibepu są rentowne. Za dużą część portfela zleceń Unibepu odpowiadają kontrakty z segmentu mieszkaniowego. Mają one obecnie walory defensywne – po zakończeniu budowy pierwszego etapu inwestycji jest szansa na realizację kolejnych. Zapłata za usługi jest przeważnie kontrolowana przez banki, w ramach udzielonego deweloperowi kredytu inwestycyjnego. Unibep planuje pozyskanie kolejnych projektów deweloperskich, co nie jest naszym zdaniem obciążone ryzykiem (spółka nie podejmuje się dużych projektów, inwestycje komercyjne są rozpoczynane w momencie pozyskania najemcy). Na tle sektora Unibep jest spółką o przeciętnym ryzyku i wyższym niż przeciętny potencjale wzrostu kursu. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.



## ZUE (Kupuj)

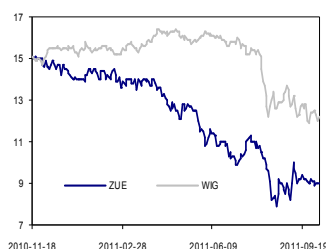
Cena bieżąca: 8,97 PLN

Cena docelowa: 13,2 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-07-05

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	199,9	392,4	96,3%	530,0	35,1%	572,4	8,0%	Liczba akcji (mln)	22,0
EBITDA	18,7	32,4	73,0%	39,8	22,9%	43,7	10,0%	MC (cena bieżąca)	197,3
marża EBITDA	9,4%	8,2%		7,5%		7,6%		EV (cena bieżąca)	219,4
EBIT	16,8	25,6	52,7%	31,5	22,8%	32,8	4,4%	Free float	27,3%
Zysk netto	8,6	16,8	94,6%	20,9	24,2%	22,1	6,0%		
P/E	16,6	11,7		9,5		8,9		Zmiana ceny: 1m	-0,3%
P/CE	13,6	8,4		6,8		6,0		Zmiana ceny: 6m	-34,0%
P/BV	2,8	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	10,7	6,8		5,5		4,5		Max (52 tyg.)	15,1
Dywid (%)	0,0	0,8		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	7,9



W Q3 2011 oczekujemy dobrych wyników finansowych. Przepływy pieniężne mogą być lekko ujemne, co związane jest z cyklem realizacji prac (płatności spływają na koniec roku). Na koniec Q2 2011 wzrósł udział zadłużenia krótkoterminowego, co związane jest z przejściowym naruszeniem jednego z covenantów. Warto, także w kontekście PBG, zauważyć, że nie spotkało się to z negatywnymi konsekwencjami. Spółce nawet udało się pozyskać nowy kredyt (linia kredytowa na kwotę do 50 mln PLN z BNP Paribas). Po wynikach Q2 2011 zarząd publicznie podtrzymał prognozy na rok 2011, zakładające wygenerowanie w 2011 roku 29,6 mln PLN zysku netto (P/E = 6,7). Uważamy, że spółka jest w stanie przekroczyć nasze prognozy, generując wyższe niż zakładane przychody (skutek podpisania nowych kontraktów) oraz ewentualnie rozpoznając zyski z pozytywnych zdarzeń jednorazowych. Portfel zleceń na rok 2012 sięga 350-400 mln PLN. Wartość portfela zleceń na przyszły rok waha się, w zależności od zatwierzonego w harmonogramach realizacji prac podziału prac między 2011 i 2012 roku oraz tego, czy czeka nas łagodna, czy ostra zima. Na tle sektora budowlanego, ZUE charakteryzuje się przeciętnym ryzykiem i lekko niższym niż przeciętna potencjałem wzrostu kursu. W kontekście przyszłych lat, szansą są ogłoszone i zaplanowane do ogłoszenia przetargi kolejowe za ponad 5 mld PLN. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

### Prognoza na rok 2011 podtrzymana

Zarząd ZUE podtrzymał prognozy finansowe na ten rok, zakładające 29,6 mln PLN zysku netto akcjonariuszy większościowych spółki. Na realizację prognoz, przy niższych marżach, pozwolić mają wyższe przychody. Obecnie wartość portfela zleceń spółki przekracza 1,1 mld PLN. ZUE czeka na rozstrzygnięcie 2 przetargów wartych łącznie 800 mln PLN. Firma nie planuje na razie skupu akcji.

### ZUE pozyskało linię kredytową na kwotę do 50 mln PLN

ZUE podpisało umowę z BNP Paribas, w ramach której bank udziela spółce kredytu odnawialnego na kwotę do 50 mln PLN. Kredyt jest przeznaczony na finansowanie jednego z kontraktów, dotyczącego budowy linii tramwajowej w Krakowie.

## Deweloperzy

### Rank Progress

#### **Sprzedaż nieruchomości przyniesie zysk**

Do końca roku Spółka może pozyskać 0,6 mld PLN ze sprzedaży nieruchomości. W H2 sprzedana została galeria handlowa w Zamościu, natomiast jeszcze w tym roku powinny być sfinalizowane umowy sprzedaży Galerii Tęcza (Kalisz) oraz Galerii Piastów (Legnica). Pieniądze ze sprzedaży zostaną przeznaczone na realizację kolejnych obiektów. Obecnie Spółka ma w budowie trzy inwestycje i pracuje nad uruchomieniem kolejnych ośmiu. Spółka prognozuje 133 mln PLN zysku netto w 2011 r. i 160 mln PLN w roku 2012. Prognozy Zarządu implikują P/E(2011) = 2,7 oraz P/E(2012) = 2,3.

### Triton Development

#### **Triton rozpocznie nowe inwestycje**

Triton Development do końca 2011 roku rozpocznie budowę osiedla domów jednorodzinnych w podwarszawskiej Starej Wsi (łącznie 118 domów). W przyszłym roku ma ruszyć pierwszy etap osiedla na Białogórze na 300 mieszkań. Z uwagi na konieczność zmiany planów zagospodarowania, inwestycja Triton Kampinos rozpocznie się dopiero w 2013 roku. Inwestycja w Uniejowie rozpocząć się może pod warunkiem pozyskania operatora uzdrowiska i warunków zabudowy. Inwestycja na Saskiej Kępie nadal nie ma zgody konserwatora zabytków. Spółka na razie skupia się na własnych projektach, nowe projekty kupować będzie tylko pod warunkiem, że będą dobre i tanie. Obecnie spółka ma do sprzedaży około 240 mieszkań w inwestycji Triton Park przy ul. Grójeckiej. Triton Park został oddany pod koniec zeszłego roku. Spółka sprzedaje średnio 10 mieszkań w projekcie miesięcznie i nie spieszy się ze sprzedażą lokali, z uwagi na umiarkowane zadłużenie. Kapitalizacja spółki to 51,4 mln PLN (P/BV = 0,37). Gdyby Triton Development na inwestycji Triton Park zakończył działalność w 2012 roku, w spółce zostałyby około 96 mln PLN gotówki netto, nieruchomości inwestycyjne o wartości bilansowej 17 mln PLN, zapasy (grunty) warte około 35,5 mln PLN. Trudno określić Spółkę inaczej, jak bardzo tania. Z drugiej strony, faktem jest, że: a) Triton Park został oddany do użytku z rocznym opóźnieniem b) inwestycja była zbudowana po wysokim koszcie (skutek: brak dodatniego wyniku z oddania mieszkań, jedynie wpływ gotówki).



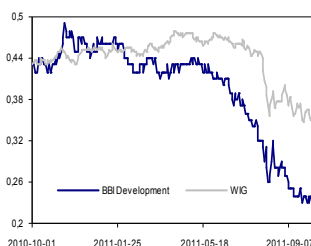
## BBI Development (Kupuj)

Analitik: Piotr Zybala

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-08

Cena bieżąca: 0,24 PLN      Cena docelowa: 0,53 PLN

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1,0	67,1	6680,9%	53,3	-20,7%	110,7	107,9%	Liczba akcji (mln)	523,1
EBITDA	-7,7	28,5		12,9	-54,8%	50,7	293,2%	MC (cena bieżąca)	125,5
marża EBITDA	-778,4%	42,5%		24,2%		45,8%		EV (cena bieżąca)	292,5
EBIT	-7,9	28,4		12,7	-55,1%	50,5	297,1%	Free float	65,2%
Zysk netto	-9,1	12,0		10,0	-16,5%	32,6	226,6%		
P/E		10,5		12,6		3,8		Zmiana ceny: 1m	-4,0%
P/CE		10,4		12,4		3,8		Zmiana ceny: 6m	-44,2%
P/BV	0,6	0,5		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-42,9%
EV/EBITDA		7,7		22,7		8,6		Max (52 tyg.)	0,5
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	0,2



Spółka poinformowała o planach budowy 150-metrowego biurowca na gruntach należących do Archidiecezji Warszawskiej (róg Nowogrodzkiej i Emilii Plater). Wiele postanowień zawartej w sierpniu przedwstępnej umowy inwestycyjnej ulegnie jeszcze doprecyzowaniu, lecz wstępne warunki, na których Spółka angażuje się w projekt są według nas atrakcyjne. Projekt wysokościowca jest jeszcze pieśnią przyszłości, zwracamy natomiast uwagę na głębokie niedowartościowanie bardziej zaawansowanych projektów BBI Development. Zakładając następujące parametry wyceny: czynsze w części biurowej: 18 EUR, czynsze w części handlowej: 28 EUR, stopa kapitalizacji: 6,5%, kredyt inwestycyjny: 417 mln PLN, EUR/PLN = 4,0, Spółka uzyskałaby ze sprzedaży Placu Unii ok. 174 mln PLN gotówki. Obiekt ma być gotowy do użytkowania za około 2 lata. Bieżąca wartość Placu Unii jest wyraźnie wyższa od dzisiejszej wyceny rynkowej akcji BBI Development (126 mln PLN). Oznacza to, że wszystkie pozostałe projekty Spółki (Koneser, Nowy Sezam, Rezydencja Foksal, Małe Błonia, Pasaż Simonsa) są wyceniane poniżej wartości długu BBI (135 mln PLN na koniec Q2 2011). Uważamy, że wartość tych projektów jest istotnie wyższa. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

### BBI coraz bliższy podpisaniu umowy inwestycyjnej

Na podstawie nieoficjalnych źródeł *Gazeta Giełdy Parkiet* ustaliła, że 150-metrowy biurowiec, w którego budowę ma się zaangażować BBI Development, będzie zlokalizowany w rejonie ulic Emilii Plater i Nowogrodzkiej. Budynek ma powstać na gruntach należących do warszawskiej kurii. Spółka nie komentuje tych doniesień. Informacja o podpisaniu przedwstępnej umowy inwestycyjnej pojawiła się w sierpniu. Prezes BBI, Michał Skotnicki zaznacza, że „niebawem” można się spodziewać rozstrzygnięcia w sprawie nowej inwestycji. Z wypowiedzi Prezesa wynika, że podpisanie ostatecznej umowy inwestycyjnej może nastąpić w Q4 2011. Nie wiadomo jeszcze jak duży udział w inwestycji przypadnie BBI oraz ile Spółka za nie zapłaci. Bardzo możliwe, że płatność będzie rozłożona w czasie. Spodziewamy się, że w celu sfinansowania nabycia udziałów Spółka wyemituje jeszcze w tym roku obligacje.



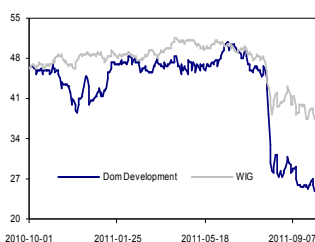
## Dom Development (Zawieszona)

Analitik: Piotr Zybala

Data ostatniej aktualizacji: 2011-08-04

Cena bieżąca: 24,99 PLN    Cena docelowa: -

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	704,4	513,7	-27,1%	625,6	21,8%	927,2	48,2%	Liczba akcji (mln)	24,6
EBITDA	113,6	61,4	-45,9%	101,3	64,9%	156,3	54,4%	MC (cena bieżąca)	613,8
marża EBITDA	16,1%	12,0%		16,2%		16,9%		EV (cena bieżąca)	765,3
EBIT	111,2	59,1	-46,9%	98,9	67,5%	153,9	55,7%	Free float	26,5%
Zysk netto	80,2	40,4	-49,6%	82,5	104,1%	129,3	56,7%		
P/E	7,7	15,2		7,4		4,7		Zmiana ceny: 1m	-12,3%
P/CE	7,4	14,3		7,2		4,7		Zmiana ceny: 6m	-46,7%
P/BV	0,8	0,8		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	-46,5%
EV/EBITDA	7,9	10,7		7,6		3,3		Max (52 tyg.)	50,8
Dywid (%)	3,2	3,2		1,8		8,1		Min (52 tyg.)	25,0



Na konferencji dotyczącej wyników za H1 2011 Spółka szacowała uruchomienie budowy około 600 mieszkań w drugiej połowie 2011 r. Około 400 mieszkań powiększyło ofertę dewelopera już w Q3, stąd widzimy szanse na uruchomienie więcej niż 600 mieszkań w całym drugim półroczu. Wszystkie projekty, których sprzedaż rozpoczęto w Q3 2011 są kontynuacją wieloetapowych inwestycji Dom Development, co sugeruje, że bieżąca sprzedaż idzie dobrze. Sądzymy, że oprócz Polnordu, wszyscy analizowani przez nas deweloperzy mieszkaniowi są w stanie poprawić w Q3 wynik sprzedażowy q/q. Gdyby tak się stało, świadczyłoby to o wciąż silnych fundamentach rynku mieszkaniowego pomimo obaw o kondycję polskiej gospodarki. Prawdziwym testem siły popytu na mieszkania będzie dopiero Q4 2011 i Q1 2012. W ciągu najbliższych dwóch kwartałów okaże się jak wpłyną na sprzedaż mieszkań niekorzystne zmiany w programie Rodzina na Swoim oraz nowe zapisy Rekomendacji S. Do czasu aktualizacji prognoz nasza rekomendacja akcji Dom Development pozostaje zawieszona.

### Finalizacja umowy nabycia gruntu przy ul. Powązkowskiej

Spółka nabyła nieruchomość gruntową przy ul. Powązkowskiej w Warszawie. Cena nabycia równa się 170,2 mln PLN (209,4 mln PLN brutto). Na powyższej nieruchomości Spółka zamierza wybudować ok. 1600 mieszkań. Wiadomość zgodna z oczekiwaniami.

### Rozpoczęcie sprzedaży mieszkań na osiedlu Oaza E2

Dom Development rozpoczął sprzedaż mieszkań z drugiego etapu swojej wrocławskiej inwestycji. Etap II przewiduje budowę 130 mieszkań w cenie 5900-7350 PLN/mkw. Planowane zakończenie inwestycji to Q2 2013. Spółka rozpoczyna sprzedaż kolejnego etapu nieco wcześniej niż się spodziewaliśmy. Świadczy to o dobrej sprzedaży mieszkań pierwszego etapu, który został rozpoczęty w Q1 2011. Ze względu na drogi grunt mieszkania w projekcie Oaza są sprzedawane przy marży zbliżonej do zera. Jeśli Spółce udałoby się osiągnąć ceny podane w komunikacie, spodziewalibyśmy się osiągnięcia dodatniej marży na Etapie II.



## Echo Investment (Kupuj)

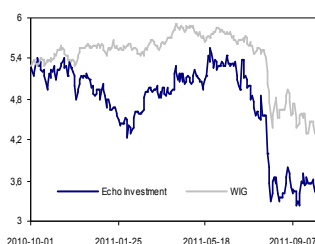
Cena bieżąca: 3,4 PLN

Cena docelowa: 6,17 PLN

Analityk: Piotr Zybala

Data ostatniej aktualizacji: 2011-04-05

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	431,4	427,8	-0,9%	400,1	-6,5%	603,2	50,8%	Liczba akcji (mln)	420,0
EBITDA	200,5	169,6	-15,4%	367,0	116,4%	681,4	85,6%	MC (cena bieżąca)	1 428,0
marża EBITDA	46,5%	39,7%		91,7%		113,0%		EV (cena bieżąca)	3 190,1
EBIT	196,1	167,6	-14,6%	361,9	116,0%	676,2	86,8%	Free float	36,8%
Zysk netto	103,7	146,9	41,6%	196,4	33,7%	410,9	109,2%		
P/E	13,8	9,7		7,3		3,5		Zmiana ceny: 1m	-0,3%
P/CE	13,2	9,6		7,1		3,4		Zmiana ceny: 6m	-33,3%
P/BV	0,8	0,8		0,7		0,6		Zmiana ceny: 12m	-34,5%
EV/EBITDA	15,5	18,4		8,7		6,3		Max (52 tyg.)	5,6
Dywidenda (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,2



Kurs akcji Echo Investment nieznacznie spadł we wrześniu. Stało się tak pomimo jednoznacznie pozytywnych informacji płynących ze Spółki. Ponad 100 mln PLN zysku operacyjnego ze sprzedaży Parku Postępu oznacza, że wyniki Spółki w Q3 będą bardzo dobre. Tak wysoki zysk ze sprzedaży to efekt silnego EUR oraz wyjątkowo niskiej stopy kapitalizacji, po której została sprzedana nieruchomości (szacunek: 6,3%). Utrzymanie się silnego EUR w kolejnych miesiącach korzystnie przełożyłoby się na wyniki operacyjne Spółki (Echo jest beneficjentem netto umocnienia EUR). Wysoki zysk na sprzedaży Parku Postępu wskazuje na kilka istotnych kwestii: (1) Popyt na najlepsze nieruchomości komercyjne w dobrej lokalizacji jest wciąż silny, a inwestorzy są skłonni dużo zapłacić za takie aktywa, (2) nieruchomości inwestycyjne w bilansie Echo Investment są wycenione konserwatywnie (na sprzedaży dwóch obiektów biurowych w 2010 Echo również zanotowało znaczny zysk). Biorąc pod uwagę siłę polskiego rynku nieruchomości komercyjnych oraz politykę ujmowania nieruchomości w bilansie, nie widzimy powodów, by Spółka była wyceniana z 30% dyskontem do BV. Rekomendujemy kupno akcji Echo Investment.

### Pozyskanie finansowania zewnętrznego dla inwestycji Outlet Park

Spółka podpisała umowę kredytu inwestycyjnego z PKO BP na budowę i późniejsze refinansowanie inwestycji Outlet Park w Szczecinie. Kredyt opiewa na 75% nakładów inwestycyjnych, lecz nie więcej niż 18 mln PLN. Po zakończeniu inwestycji kredyt będzie mógł być zwiększony do 75% wartości rynkowej nieruchomości. Kredyt został udzielony na okres 17 lat. Wcześniej, pod koniec sierpnia wyłoniony został generalny wykonawca inwestycji. Wartość kontraktu z GW wynosi 48,65 mln PLN (3400 PLN/mkw.) i jest niższa od naszych wcześniejszych szacunków. Oczekiwany przez nas termin zakończenia projektu to Q4 2012. Możliwe jednak, że Spółka ukończy inwestycję wcześniej. Na koniec sierpnia pre-let wyniósł 70%. Zarówno informacja o kredycie inwestycyjnym, jak i wartość kontraktu z GW oceniamy pozytywnie. Zakładana przez nas 22% marża na projekcie powinna w rzeczywistości być wyższa.

### Sprzedaż Parku Postępu, spłata kredytu

Spółka sprzedała park biurowy zlokalizowany przy ul. Postępu 21 w Warszawie. Cena sprzedaży wynosi 101,9 mln EUR (na dzień podpisywania umowy stanowi to 447,4 mln PLN). Wartość bilansowa sprzedanych nieruchomości wynosi 336,7 mln PLN. Nabywcą jest spółka z Grupy Immofinanz. Echo dokonało na rzecz nabywającego spłaty kredytu związanego z projektem biurowym (kredyt w wysokości 49,6 mln EUR). Różnica między wartością bilansową a ceną sprzedaży implikuje ok. 111 mln PLN zysku operacyjnego z transakcji (7,4% kapitalizacji Spółki). Spodziewamy się, że podatek zapłacony od powyższej transakcji będzie niższy niż 19% (efekt struktury organizacyjnej opartej na funduszach inwestycyjnych zamkniętych). Yield osiągnięty na sprzedaży wyniósł ok. 6,3%. Nasze prognozy zakładały sprzedaż Parku Postępu przy założeniu zerowego zysku, stąd uzyskane 111 mln PLN w całości podnosi nasze prognozy zysku operacyjnego na 2011 r. (361,9 mln PLN). Po spłacie kredytu Spółce zostanie ok. 230 mln PLN gotówki. Spółka zamierza przeznaczyć ją na przyszłe inwestycje.

### Umowa o generalne wykonanie Galerii Veneda

Spółka zawarła z Instal Białystok S.A. umowę o Generalne Wykonanie Obiektu – CH Veneda w Łomży. Wynagrodzenie wykonawcy wynosi 69,6 mln PLN, a termin zakończenia inwestycji został określony na 26 listopada 2012 r. Wiadomość oceniamy pozytywnie. Ukończenie galerii szacowaliśmy dopiero na 2013 r. Również wynagrodzenie generalnego wykonawcy jest niższe od naszych założeń z ostatniego raportu. Zwracamy uwagę na to, że na wszystkich rozpoczynanych w ostatnim czasie obiektach handlowych (Galeria Olimpia, Outlet Park, Galeria Veneda) Echo Investment realizuje koszty niższe od naszych założeń. Korzystnie wpłynie to na marże realizowane przez Spółkę w 2012 i 2013 r.

**Nabycie obligacji wyemitowanych przez Barlinek S.A.**

Spółka nabyła za cenę 60 mln PLN obligacje wyemitowane w drodze niepublicznej emisji przez Barlinek S.A. (podmiot zależny od Michała Sołowowa). Obligacje są na okaziciela, nie zabezpieczone i oprocentowane w oparciu o WIBOR 3M + marża. Termin wykupu wszystkich obligacji nastąpi najpóźniej 31 grudnia 2013 r. Transakcja oznacza zmniejszenie środków pieniężnych na finansowanie podstawowej działalności Spółki, dlatego negatywnie oceniamy nabycie obligacji korporacyjnych, których wykup nastąpi za ponad 2 lata. Po sprzedaży Parku Postępu Echo dysponuje istotnym zasobem gotówki, co sprawia, że w krótkim i średnim terminie Spółka ma wystarczające środki, by finansować działalność deweloperską.



## GTC (Kupuj)

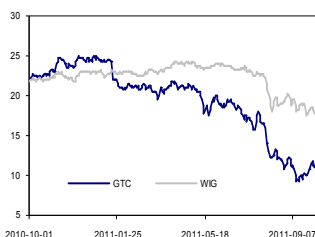
Cena bieżąca: 11,99 PLN

Cena docelowa: 23,36 PLN

Analityk: Piotr Zybala

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-27

(mIn EUR)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	156,4	169,0	8,1%	166,9	-1,3%	192,1	15,1%	Liczba akcji (mln)	219,4
EBITDA	-121,7	111,1		211,1	90,0%	305,4	44,6%	MC (cena bieżąca)	2 630,3
marża EBITDA	-77,8%	65,8%		126,5%		159,0%		EV (cena bieżąca)	8 118,5
EBIT	-122,1	110,6		210,5	90,3%	304,8	44,8%	Free float	58,8%
Zysk netto	-128,3	41,9		110,9	164,5%	176,6	59,2%		
P/E		14,3		5,4		3,4		Zmiana ceny: 1m	8,8%
P/CE		14,1		5,4		3,4		Zmiana ceny: 6m	-42,4%
P/BV	0,6	0,6		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-47,0%
EV/EBITDA		16,5		8,8		7,1		Max (52 tyg.)	25,0
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	9,3



Akcje największej na naszym rynku Spółki deweloperskiej były we wrześniu wyraźnie silniejsze od rynku. Największą pozytywną zmianą w otoczeniu GTC w ostatnim czasie było umocnienie Euro w stosunku do Złotówki i to mogło być główną przyczyną wzrostów. Inną kwestią jest fakt, że kurs akcji GTC spadł w pierwszej połowie września do najniższych poziomów od czasu debiutu w 2004 r. Rynki regionu SEE, które dziś decydują o słałości GTC, umożliwią Spółce silniejszy wzrost wartości portfela nieruchomości w momencie poprawy sytuacji gospodarczej w Europie Południowo-Wschodniej. Uwzględniając to, że prawie połowa ukończonych projektów Spółki jest zlokalizowana w Polsce i Czechach, czyli na rynkach, które obecnie są jednymi z najsilniejszych w Europie, wycena giełdowa mocno zaniża wartość aktywów zlokalizowanych w krajach SEE. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

### Zmiana terminu publikacji raportu za Q3 2011

GTC zmienia termin publikacji raportu kwartalnego za Q3 2011 z 15 listopada na 10 listopada 2011.



## J.W. Construction (Zawieszona)

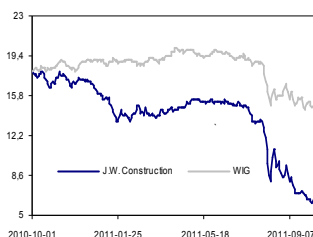
Cena bieżąca: 6,45 PLN

Cena docelowa: -

Analityk: Piotr Zybala

Data ostatniej aktualizacji: 2011-08-04

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	713,3	620,0	-13,1%	528,3	-14,8%	368,8	-30,2%	Liczba akcji (mln)	54,1
EBITDA	152,9	155,3	1,6%	153,0	-1,5%	142,3	-7,0%	MC (cena bieżąca)	348,8
marża EBITDA	21,4%	25,0%		29,0%		38,6%		EV (cena bieżąca)	686,3
EBIT	138,9	142,4	2,6%	136,2	-4,4%	125,4	-7,9%	Free float	22,2%
Zysk netto	100,4	92,0	-8,4%	96,4	4,8%	73,6	-23,7%		
P/E	3,5	3,8		3,6		4,7		Zmiana ceny: 1m	-20,9%
P/CE	3,0	3,3		3,1		3,9		Zmiana ceny: 6m	-55,7%
P/BV	0,9	0,8		0,6		0,5		Zmiana ceny: 12m	-63,6%
EV/EBITDA	6,0	4,2		4,5		7,3		Max (52 tyg.)	18,0
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	6,1



W ostatnim miesiącu Spółka poinformowała kolejno o zawarciu umowy o roboty budowlane oraz uzyskaniu finansowania zewnętrznego dla inwestycji Zielona Dolina. W prasie pojawiło się również kilka artykułów opisujących ambitne plany inwestycyjne Spółki. Mimo tego, akcje J.W. Construction potaniały we wrześniu mocniej niż u innych deweloperów. Widzimy następujące przyczyny tak słabego zachowania kursu: (1) minimalne szanse na realizowanie celów sprzedażowych na ten rok, (2) istotne ryzyko opóźnień w kluczowych dla Spółki projektach zaplanowanych na przyszły rok, (3) ryzyko bardzo słabego wyniku finansowego w 2012 r. Do czasu aktualizacji prognoz nasza rekomendacja akcji J.W. Construction pozostaje zawieszona.

### Umowa o roboty budowlane w inwestycji Zielona Dolina E1

Spółka poinformowała o zawarciu umowy o roboty budowlane w inwestycji Zielona Dolina E1. Wykonawcą jest Przedsiębiorstwo Budowlane RESBEX Sp. z o.o. Umowa została zawarta 8 czerwca 2011 i przewiduje budowę 12 z 23 budynków przewidzianych w pierwszym etapie inwestycji. Termin realizacji prac został ustalony na 15 października 2012, a uzyskanie pozwolenia na użytkowanie na 30 dni po tym dniu. Wynagrodzenie wykonawcy wynosi 40,9 mln PLN. W sierpniu Spółka poinformowała o zawarciu umowy na budowę pozostałych 11 budynków pierwszego etapu, które mają być gotowe w grudniu 2012 r. Oznacza to, że 596 mieszkań przewidzianych do wybudowania w ramach etapu pierwszego zostanie oddanych do użytkowania w dwóch fazach (ok. połowa w Q4 2012, reszta w Q1 2013). Średnia wartość budowy m2 mieszkania w całym etapie wynosi ok. 3 050 PLN (kwota nieco wyższa od naszych wcześniejszych szacunków). Średnią cenę sprzedaży szacujemy na 5 350 PLN, co dałoby ok. 34% marżę na projekcie.

### Wywiad z Wiceprezesem

Wiceprezes J.W. Construction Tomasz Panabażys potwierdza, że intencją Zarządu jest coraz większe zaangażowanie Spółki w segment komercyjny. Obecnie realizowane są trzy tego typu inwestycje, a w przygotowaniu znajdują się kolejne cztery. Budynek Jerolimskie Point powinien być w październiku gotowy do przyjęcia najemców, natomiast w największej realizowanej obecnie inwestycji, Nowa Dana, 23 września odbyła się ceremonia wmurowania kamienia węgielnego pod budowę biurowca. Pomimo większej liczby planowanych inwestycji w segmencie komercyjnym, Spółka nie zamierza ograniczać aktywności na rynku mieszkaniowym. Podchodzimy z rezerwą do planów rozpoczęcia budowy czterech obiektów komercyjnych w przyszłym roku. Problemem może być pozyskanie finansowania na realizację powyższych inwestycji. Spółka będzie potrzebować znacznych środków na realizację projektów w segmencie mieszkaniowym, w którym zamierza intensywnie się rozwijać w 2012 r.

### Poręczenie kredytu na budowę Wroniej

Spółka poręczyła kredyt udzielony spółce J.W. Wronia Sp. z o.o. na finansowanie budowy budynku mieszkalnego przy ul. Wroniej 45 w Warszawie. Poręczenie w wysokości 75 mln PLN zostało udzielone na rzecz Banku Millennium. J.W. Construction jest generalnym wykonawcą inwestycji przy ul. Wroniej. Podmiotem dominującym w stosunku do spółki J.W. Wronia jest Pan Józef Wojciechowski. Poręczenie zostało udzielone bez wynagrodzenia. Fakt udzielenia poręczenia oceniamy negatywnie. Z poręczeniem nie wiążą się korzyści finansowe. Zwiększa ono ryzyko kredytowe Spółki i może mieć znaczenie przy negocjacjach przyszłych umów kredytowych. Na budowie budynku przy Wroniej spodziewamy się zrealizowania przez J.W. Construction około 5% marży.

### Uzyskanie kredytu na finansowanie inwestycji Zielona Dolina E1

J.W. Construction zawarł w dniu 21 września umowę kredytową. Kredyt (obrotowy odnawialny złotowy) jest przeznaczony na finansowanie nakładów związanych z realizacją budynków mieszkalnych w inwestycji Zielona Dolina E1. Kredyt został udzielony do 31 maja 2014. Informacja zgodna z oczekiwaniami.

### **Plany inwestycyjne**

Józef Wojciechowski poinformował w wywiadzie, że Spółka rozgląda się za gruntami inwestycyjnymi bliżej centrum Warszawy i w Krakowie. J.W. Construction myśli o wejściu w segment nieruchomości handlowych. Obecnie negocjowany jest zakup gruntu pod tego typu inwestycję. Segment nieruchomości handlowych w większych miastach Polski jest silny z uwagi na duże zainteresowanie najemców oraz względnie niską podaż tego typu nieruchomości. Widzimy natomiast ryzyko związane z pozyskaniem przez Spółkę finansowania na kolejną dużą inwestycję.

### **Wywiad z dyrektorem finansową**

Małgorzata Szwarz-Sroka, dyrektor pionu ekonomicznego Spółki poinformowała o zamiarze rozpoczęcia budowy jeszcze 500 lokali w 2011 r. Łącznie oznaczać to będzie rozpoczęcie budowy 2000 mieszkań w całym 2011 r. Potencjał Spółki pozwala na rozpoczęcie budowy ok. 6000 mieszkań w 2012 r. Zarówno w tym, jak i w 2012 r., ok. 20% nowej oferty będzie się znajdować poza Warszawą. Do końca sierpnia Spółka sprzedała 640 mieszkań, a cały 2011 r. zamierza zakończyć ze sprzedażą na poziomie 1500 lokali, licząc na dobry Q4 2011. Rozpoczęcie budowy jeszcze 500 mieszkań jest zbieżne z naszymi oczekiwaniami. Ze względu na konieczność etapowania projektów, które Spółka ma obecnie w przygotowaniu, mało prawdopodobne jest rozpoczęcie budowy 6000 mieszkań w 2012 r. Uważamy, że rozpoczęcie budowy 3500 mieszkań jest realne. Aby sprzedać 1500 mieszkań w całym 2011 r. spółka musiałaby do końca roku pozyskiwać ponad 200 nabywców miesięcznie. Chociaż spodziewamy się, że Q4 będzie najlepszy pod względem sprzedaży w J.W. Construction, sprzedaż 1500 mieszkań w całym 2011 r. jest bardzo mało prawdopodobne.



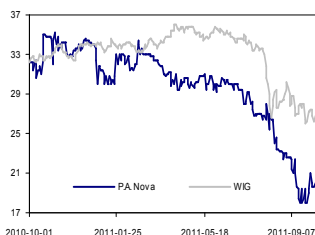
## PA Nova (Kupuj)

Cena bieżąca: 20,07 PLN Cena docelowa: 37,4 PLN

Analitik: Piotr Zybala

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-17

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	157,6	146,5	-7,1%	169,3	15,6%	190,2	12,3%	Liczba akcji (mln)	10,0
EBITDA	24,4	27,9	14,5%	29,6	6,1%	36,6	23,6%	MC (cena bieżąca)	200,5
marża EBITDA	15,5%	19,1%		17,5%		19,3%		EV (cena bieżąca)	327,0
EBIT	22,5	25,7	14,6%	27,0	4,7%	34,0	26,0%	Free float	39,4%
Zysk netto	18,6	20,2	8,4%	17,6	-13,0%	17,8	1,4%		
P/E	8,6	9,9		11,4		11,3		Zmiana ceny: 1m	-10,8%
P/CE	7,8	9,0		9,9		9,8		Zmiana ceny: 6m	-32,0%
P/BV	1,0	0,8		0,8		0,7		Zmiana ceny: 12m	-36,3%
EV/EBITDA	5,7	10,0		11,0		13,9		Max (52 tyg.)	35,2
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	18,0



Branża spożywcza, dla której P.A. Nova realizuje obiekty handlowe jest względnie odporna na wahania koniunktury. Wszystkie sieci handlowe, od których Spółka otrzymuje zlecenia, zapowiadały rozwój sieci. Niektóre spółki z branży spożywczej inwestują intensywnie w renowację starych obiektów handlowych. Obecna sytuacja na rynku sieci handlowych sprawia, że prawdopodobne jest przekroczenie naszych prognoz zysku na 2011 i 2012 r. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

### Zawarcie umowy kredytowej

Spółka zawarła z PKO BP umowę kredytu inwestycyjnego. Kredyt w wysokości 106,4 mln PLN (70% LTV) przeznaczony jest na finansowanie budowy galerii handlowej w Kędzierzynie Koźl. Spłata nastąpi w 132 miesięcznych ratach do dnia 30.06.2024. Oprócz kredytu inwestycyjnego Spółka zawarła umowę odnawialnego kredytu obrotowego do kwoty 5,5 mln PLN. Zarówno moment zawarcia, jak i kwota kredytu odpowiadają naszym szacunkom z ostatniego raportu. Budowa Galerii w Kędzierzynie również postępuje zgodnie z harmonogramem. Jej planowane ukończenie to Q4 2012.



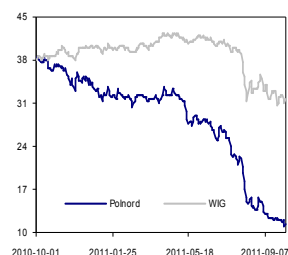
## Polnord (Zawieszona)

Cena bieżąca: 11,26 PLN Cena docelowa: -

Analitik: Piotr Zybala

Data ostatniej aktualizacji: 2011-08-04

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	221,3	180,3	-18,5%	352,9	95,8%	403,4	14,3%	Liczba akcji (mln)	22,1
EBITDA	106,9	50,4	-52,9%	91,2	81,0%	143,5	57,3%	MC (cena bieżąca)	249,0
marża EBITDA	48,3%	28,0%		25,9%		35,6%		EV (cena bieżąca)	950,8
EBIT	104,9	48,1	-54,1%	89,1	85,1%	141,4	58,7%	Free float	50,5%
Zysk netto	63,6	51,6	-19,0%	58,9	14,2%	114,1	93,7%		
P/E	3,9	4,8		4,2		2,5		Zmiana ceny: 1m	-12,6%
P/CE	3,8	4,6		4,1		2,4		Zmiana ceny: 6m	-66,2%
P/BV	0,2	0,2		0,2		0,2		Zmiana ceny: 12m	-70,4%
EV/EBITDA	8,5	19,2		10,4		5,1		Max (52 tyg.)	38,3
Dywid (%)	7,6	7,7		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	11,0



W drugiej połowie roku zmieni się w Polnordzie struktura wyniku finansowego. Zysk będzie efektem przekazania mieszkań, a nie sprzedaży wierzytelności, jak to miało miejsce w H1 2011. Pojawia się również pierwsze przychody z oddanego do użytku biurowca B1 w Wilanów Office Park. W drugiej połowie roku oczekujemy także kontynuacji spadkowego trendu na kosztach zarządu oraz istotnego spadku kosztów sprzedaży. Pozytywny obraz zmian w Spółce może być nieco zaburzony spodziewaną przez nas niższą q/q sprzedażą mieszkań w Q3. Sądzymy jednak, że wprowadzenie do sprzedaży nowych projektów korzystnie wpłynie na wyniki sprzedażowe w ostatnim kwartale tego roku. Do czasu aktualizacji prognoz nasza rekomendacja akcji Polnordu pozostaje zawieszona.

### Oddanie do użytku biurowca w Wilanowie

Polnord oddał do użytku biurowiec budowany w ramach kompleksu Wilanów Office Park. Budynek w całości wynajmuje Pol-Aqua. Wiadomość zgodna z oczekiwaniami. Obecnie trwa budowa drugiego budynku, a w Q4 2011 spodziewamy się rozpoczęcia realizacji trzeciego.



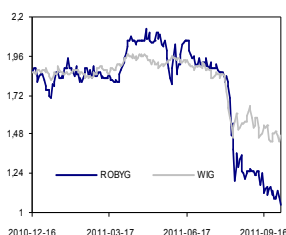
## Robyg (Zawieszona)

Cena bieżąca: 1,05 PLN    Cena docelowa: -

Analitik: Piotr Zybala

Data ostatniej aktualizacji: 2011-08-04

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	102,0	284,8	179,3%	234,7	-17,6%	597,1	154,5%	Liczba akcji (mln)	257,4
EBITDA	8,8	47,6	441,5%	50,7	6,6%	150,1	196,0%	MC (cena bieżąca)	270,3
marża EBITDA	8,6%	16,7%		21,6%		25,1%		EV (cena bieżąca)	596,4
EBIT	8,0	46,9	482,5%	49,8	6,2%	149,2	199,7%	Free float	16,6%
Zysk netto	6,3	31,7	405,0%	35,7	12,7%	100,0	180,0%		
P/E	36,5	8,5		7,6		2,7		Zmiana ceny: 1m	-14,6%
P/CE	32,7	8,3		7,4		2,7		Zmiana ceny: 6m	-48,8%
P/BV	0,9	0,5		0,7		0,6		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	93,4	13,1		11,8		3,3		Max (52 tyg.)	2,1
Dyield (%)	0,0	0,0		4,0		4,6		Min (52 tyg.)	1,1



Nasze obawy co do liczby przekazania w Q4 pozostają aktualne. Uważamy, że większość mieszkań z czterech projektów zaplanowanych do ukończenia w Q4 2011 trafi w wyniki dopiero następnego roku. Oznacza to, że zysk 2011 r. będzie bardzo niski, a jednocześnie wynik finansowy 2012 r. może się okazać bardzo dobry na tle branży. W Q3 liczymy na utrzymanie sprzedaży przynajmniej na poziomie z drugiego kwartału. Do czasu aktualizacji prognoz nasza rekomendacja akcji Robyga pozostaje zawieszona.

### Warunkowe podwyższenie kapitału

Na podstawie uchwały WZA z dnia 21 czerwca 2011 w sprawie emisji warrantów subskrypcyjnych z wyłączeniem prawa poboru oraz w sprawie warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego, Spółka zarejestrowała dnia 20 września 2011 warunkowe podwyższenie kapitału. Podwyższenie kapitału nastąpi poprzez emisję nie więcej niż 5,71 mln akcji zwykłych na okaziciela serii G (2,2% obecnej liczby akcji). Celem warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego jest przyznanie praw do objęcia akcji serii G posiadaczom warrantów subskrypcyjnych. Faktyczne podwyższenie kapitału nastąpi z chwilą objęcia akcji serii G przez osoby uprawnione. Warunkowe podwyższenie kapitału to efekt wprowadzenia w Spółce programu motywacyjnego. Koszty obsługi programu już od Q4 2010 podwyższają koszty ogólnego zarządu. Szacujemy, że w związku z funkcjonowaniem programu motywacyjnego koszty zarządu w Robygu utrzymają się na poziomie ok. 4 mln PLN w kolejnych dwóch kwartałach 2011 r. (w Q3 koszty zarządu wyniosły 3,9 mln PLN).

## Handel

### AmRest

#### Prezes kupuje akcje

Henry McGovern zwiększył swój udział w akcjonariacie do 6,87% kapitału zakładowego i głosów na WZ spółki.

### Bomi

#### Spółki zależne od października na New Connect

Rabat Service i A.pl zadebiutują na New Connect. Oferta Rabat Service zakończyła się zebraniem 17 mln PLN od ponad 10 inwestorów. Spółkę wyceniono na 275 mln PLN. Pozyskane środki pójdą na przejęcie dystrybutora słodczy Tolak o rocznych przychodach 100 mln PLN. A.pl liczy, że uda jej się pozyskać z rynku 3-4 mln PLN. Wcześniej spółki rozważały przesunięcie oferty ze względu na sytuację rynkową. Bomi liczy na wzrost sprzedaży spółki Tolak po wprowadzeniu do oferty grupy towarów Rabat Service.

### Delko

#### Nowa strategia

Do końca 2013 Delko chce mieć 25% udziału w hurtowym rynku artykułów niespożywczych, obecnie ma około 10%. Trwa restrukturyzacja, która z grupy finansowej ma przekształcić Delko w grupę operacyjną. Jeszcze w tym roku może dojść do akwizycji. Spółka ma do wykupienia udziałowców mniejszościowych. Negocjacje miały się zakończyć do końca września. Akwizycje, jeśli zajdzie taka potrzeba będą finansowane z nowej emisji lub z kredytu bankowego. Spółka nie rozmawia z Emperią w sprawie przejęcia.

### EKO Holding

#### Zapowiedź wyników 2011

EKO może w 2011 zwiększyć przychody o ok. 20% r/r. W perspektywie dwóch lat możliwe jest osiągnięcie 2 mld PLN przychodów. Zdaniem Zarządu trudno będzie powtórzyć wynik z 2010. W 2010 spółka wypracowała 1,25 mld PLN przychodów i 20,8 mln PLN zysku netto. Zarząd rozważa skup akcji oraz zapowiada dalszy udział w konsolidacji rynku hurtowego.

#### W planach skup akcji

Rada Nadzorcza wyraziła pozytywną opinię w zakresie skupu własnych akcji przez spółkę i zwróciła się do Zarządu o przygotowanie szczegółowego programu i harmonogramu skupu akcji.

#### Zarząd sprzedaje akcje

Członkowie Zarządu sprzedali 130 000 akcji po średniej cenie 3,75 PLN i 300 000 akcji po cenie 3,75 PLN.

### Emperia

#### List intencyjny z Nadwiślanka SA

Emperia poinformowała o podpisaniu przez spółkę zależną Tradis listu intencyjnego ze spółką Nadwiślanka S.A. dotyczącego nabycia aktywów związanych z jej działalnością hurtową. Spółka Nadwiślanka S.A. prowadzi działalność w zakresie hurtowej sprzedaży artykułów FMCG na terenie woj. kujawsko-pomorskiego. W 2010 obroty z wyżej wymienionej działalności wyniosły ponad 71 mln PLN. Warunkiem realizacji transakcji jest zgoda UOKiK. Zarząd wznowił rozmowy o przejęciach z dystrybutorami po rozwiązaniu umowy inwestycyjnej z Eurocash. W 2009 Nadwiślanka SA miała około 77 mln PLN sprzedaży i 1,3 mln PLN i 1,2 mln PLN wyniku operacyjnego i wyniku netto.

#### Skup akcji

Spółka skupiła 19 750 akcji po cenie 99,60 PLN. Od dnia rozpoczęcia programu skupu, spółka nabyła 321 810 akcji i wydała na ten cel 32,0 mln PLN.

#### Delko na celowniku Emperii

Wg *Gazety Parkiet* Emperia mogłaby ogłosić wezwanie na całość lub 66% akcji. Delko miałoby trafić do grupy Tradis, gdzie Emperia ma już spółkę odpowiedzialną za dystrybucję artykułów chemiczno-kosmetycznych. Delko jest obecnie wyceniane na 27,8 mln PLN. Delko wypracowało 4,7 mln PLN zysku netto za 2010, 2,1 mln PLN netto za 1H 2011 (-14% r/r). Delko do 30.09.2011 ma zakończyć negocjacje dotyczące nabycia udziałów od swoich dystrybutorów i jednej spółki zależnej, więc prawdopodobnie szuka finansowania dla tych transakcji. Dług netto spółki na koniec 1H 2011 wyniósł 27,7 mln PLN, czyli 2,5x EBITDA za ostatnie 4 kwartały.

### Zabezpieczenie roszczenia

Sąd Okręgowy w Lublinie doręczył Emperii i spółce zależnej P1 postanowienie o zabezpieczeniu roszczenia Eurocash poprzez m.in. zakazanie P1 zbywania udziałów i akcji spółek dystrybucyjnych oraz zakazanie P1 obciążania jakimikolwiek prawami rzeczowymi lub obligacyjnymi udziałów i akcji. Wydanie postanowienia o zabezpieczeniu roszczeń pozostaje bez wpływu na strategię działania grupy Emperia.

### Kilku chętnych na sklepy

Wśród zainteresowanych wymienia się Carrefour, Tesco oraz fundusze Advent i Mid Europa Partners. Jeronimo Martins (właściciel sieci Biedronka) wycofał się z procesu ze względu na brak komplementarności sklepów. Podpisanie umowy z inwestorem planowane jest na koniec roku. Negatywne jest to, że z procesu wycofało się Jeronimo Martins, które wydaje najwięcej na rozwój w regionie. Emperia chce sprzedać 233 sklepy za nie mniej niż 900 mln PLN.

### Żabka planuje przejęcia

Żabka Polska planuje przejęcia, spółka rozmawia z trzema sieciami. Spółkę interesują sieci w segmencie sklepów 800-1000 m<sup>2</sup> o rocznych obrotach 1 mld PLN i więcej. Sklepy Stokrotka to 500-1400 m<sup>2</sup>. Właściciel sieci nie komentuje, czy złożył ofertę na zakup części detalicznej Emperii.

### Nowa sieć franczyzowa

Tradis wprowadza na rynek sieć Minutka – ofertę przeznaczoną dla najmniejszych sklepów spożywczych, samodzielnie zaopatrujących się w halach cash&carry. Obecnie jest 6 placówek, do końca roku ma być co najmniej 100 a do końca 2013 działać ma ok. 1 tys. sklepów. Sklepy należące do sieci będą musiały generować min. 10 tys. PLN obrotu/m-c w centrach należących do Tradisu.

### Przedłużenie skupu

Zarząd Emperia przedłużył o 6 miesięcy tj. do dnia 31.03.2012 okres trwania programu skupu akcji.

## Gino Rossi

### Odwołanie prognoz 2011-2012 i wyniki 1H 2011

Zarząd w oparciu o wyniki za 1H 2011 odwołał prognozę finansową. Zarząd poinformował, że prognoza została sporządzona bez uwzględnienia zdarzeń o charakterze jednorazowym, których spółka nie mogła oszacować sporządzając prognozę. Istotny wpływ na wysokość wyniku prognozowanego miała wycena walutowego kredytu długoterminowego w CHF. Dynamiczny wzrost kursu CHF negatywnie wpłynął na osiągnięte wyniki w 1H 2011. W 2Q 2011 spółka zrealizowała sprzedaż niższą r/r o -1%, marża brutto na sprzedaży była niższa r/r - 7,1p.p. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wzrosły r/r o 42%. Wysokie koszty finansowe wynikające m.in. ze wzrostu CHF (spółka ma kredyt w CHF) pogłębiły stratę netto do -6,0 mln PLN wobec 0,5 mln PLN zysku w 2Q 2010. Wiadomość negatywna. Zarząd ocenił, że sytuacja rynkowa opóźniła efekty restrukturyzacji rozpoczętej w 2009. Nowa prognoza zakłada sprzedaż na poziomie 190,1 mln PLN i 211,0 mln PLN w 2011 i w 2012, wynik operacyjny 5,6 mln PLN i 14,8 mln PLN oraz wynik netto na poziomie -2,7 mln PLN i 7,9 mln PLN. Wcześniejsza prognoza na 2011 wynosiła 10,8 mln PLN zysku netto.

### Emisja obligacji

Zarząd podjął decyzję o zamiarze emisji obligacji. Plan emisji zakłada uplasowanie 18-miesięcznych obligacji zabezpieczonych o maksymalnej wartości 50 mln PLN. Celem emisji będzie refinansowanie części dotychczasowego zadłużenia oraz spłata istotnych zobowiązań handlowych.

### Odwołanie Prezesa

Rada Nadzorcza odwołała z pełnienia stanowiska Prezesa Zarządu Witolda Jesionowskiego i podjęła uchwałę o oddelegowaniu ze swojego składu do czasowego pełnienia tej funkcji Jana Pilch.

### Budowa grupy

Jan Pilch Przewodniczący RN Gino Rossi i Bytom stwierdził, że budowa grupy ma sens, ale nie na bazie spółek z problemami. Akcjonariusz nie chce się też wypowiadać kiedy dojdzie do połączenia obu firm. Obecnie trwa praca nad restrukturyzacją zadłużenia w Gino Rossi, w której ma pomóc emisja obligacji.

## Sfinks

### Porozumienie z bankami i plany ekspansji

Spółka podpisała porozumienie z bankami Raiffeisen, ING i PKO. Raiffeisen umorzy 35% długu



(3 mln PLN) a Sfinks spłaci 5,7 mln PLN. Wobec PKO i ING spółka przez 3 lata będzie regulowała tylko odsetki, a kapitał spłaci w ciągu kolejnych pięciu lat. Z ostatniej emisji spółka pozyskała 40,8 mln PLN. Sfinks zamierza otworzyć w tym roku 20-30 restauracji i zwiększyć liczbę otwarć w kolejnych latach. W 1H 2011 Sfinks uruchomił 10 lokalizacji, a do końca sierpnia kolejne trzy. Spółka przedstawi nową strategię rozwoju marki Chłopskie Jadło pod koniec tego roku.



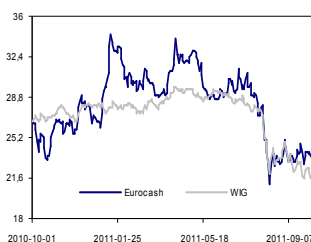
## Eurocash (Kupuj)

Cena bieżąca: 23,35 PLN    Cena docelowa: 26,6 PLN

Analityk: Gabriela Borowska

Data ostatniej aktualizacji: 2011-09-27

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	6 698,3	7 791,8	16,3%	9 618,8	23,4%	10 127,6	5,3%	Liczba akcji (mln)	137,0
EBITDA	194,5	230,7	18,6%	263,2	14,1%	305,9	16,2%	MC (cena bieżąca)	3 198,0
marża EBITDA	2,9%	3,0%		2,7%		3,0%		EV (cena bieżąca)	3 320,0
EBIT	145,2	170,4	17,4%	191,6	12,4%	234,0	22,1%	Free float	48,5%
Zysk netto	102,5	128,4	25,3%	135,9	5,8%	171,5	26,2%		
P/E	30,7	24,9		23,5		18,6		Zmiana ceny: 1m	1,5%
P/CE	20,7	16,9		15,4		13,1		Zmiana ceny: 6m	-28,4%
P/BV	8,6	7,0		6,4		5,2		Zmiana ceny: 12m	-9,8%
EV/EBITDA	15,7	14,7		12,6		10,4		Max (52 tyg.)	34,4
Dywid (%)	1,3	1,6		1,9		2,8		Min (52 tyg.)	21,0



Spółce na razie nie udało się przejąć spółek dystrybucyjnych od Emperii i tym samym zbliżyć do celu Zarządu: 20 mld PLN sprzedaży w 2015. Nie zmieniło to jednak faktu, że Eurocash jest nadal liderem rynku dystrybucji FMCG w Polsce i dlatego wyceniany jest z premią do innych spółek z GPW. Branża FMCG na GPW składa się albo ze spółek małych, które nie mają odpowiedniej skali działalności, albo ze spółek mocno zadłużonych z trudnościami finansowymi; obie grupy trudno porównywać do lidera, który generuje wysokie przepływy pieniężne i jest niezadłużony. Eurocash bardzo dobrze poradził sobie w okresie ostatniego spowolnienia w gospodarce, osiągając wtedy dwucyfrowe dynamiki wyników, i spodziewamy się, że nawet bez przejęcia Tradisu spółka będzie dalej poprawiała wyniki. Wznowiliśmy wydawanie rekomendacji na Eurocash z ceną docelową 26,6 PLN i rekomendacją kupuj. Wg naszych szacunków wycena Tradisu i związanych z jego przejęciem efektów synergii dodałaby około 10 PLN/akcję do naszej wyceny, z kolei potencjalna kara, jaką Eurocash mógłby zapłacić w procesie, odjęłaby 1,5 PLN/akcję od naszej ceny docelowej.

### Zabezpieczenie roszczenia

Sąd Okręgowy w Lublinie postanowił o zabezpieczeniu roszczenia Eurocash, w sprawie realizacji umowy z Emperią, dotyczącej przejęcia grupy Tradis. Postanowienie sądu oznacza m.in., że udziały w spółkach dystrybucyjnych nie mogą być sprzedawane, czy obciążane do zakończenia postępowania arbitrażowego. Sąd wyznaczył Eurocash 14 dniowy termin do wniesienia pisma wszczynającego postępowanie arbitrażowe w zakresie ww. roszczenia, pod rygorem upadku zabezpieczenia. Eurocash informował wcześniej, że będzie w związku z odstąpieniem Emperii od umowy inwestycyjnej wstępował na drogę sądową.

### Powództwo przeciwko Emperii

Eurocash wytoczył przeciwko Emperii i P1 powództwo o ustalenie i wniósł o orzeczenie przez trybunał arbitrażowy, że: (a) stosunek prawny wynikający z zawartej pomiędzy Emperią i Eurocash umowy inwestycyjnej istnieje; oraz (b) cena za udziały i akcje nabywane przez Eurocash w spółkach dystrybucyjnych kontrolowanych przez Emperią jest równa wartości bazowej (określonej w umowie inwestycyjnej, tj. kwocie 926,0 mln PLN). Na początku września sąd postanowił o zabezpieczeniu roszczenia Eurocash, co oznacza, że udziały w spółkach dystrybucyjnych nie mogą być sprzedawane i obciążane do zakończenia postępowania arbitrażowego.

### Tradis wznawia rozmowy w sprawie przejęć

Emperia uznaje żądania Eurocash za bezpodstawne. Tradis wznawia rozmowy, głównie z dystrybutorami regionalnymi, którzy zgłaszali chęć dołączenia do grupy.

### Przejęcia Emperii bez zgody Eurocashu niosą za sobą wadę prawną

Wszystkie przejęcia Emperii w imieniu Tradisu niosą za sobą wadę prawną, na każdą tego typu transakcję Emperia potrzebuje zgody Eurocash, twierdzi Prezes Eurocash w wywiadzie dla *Gazety Parkiet*. Sprzedaż części detalicznej, również wiąże się z negocjacjami z Eurocash ze względu na kontrakt na dystrybucję towarów. Eurocash nie jest zainteresowany Nadwiślanką i Delko. To, czy Tradis może przejmować reguluje umowy inwestycyjnej, której zapisy nie są publiczne. O tym czy umowa inwestycyjna wiąże strony ma zdecydować sąd.



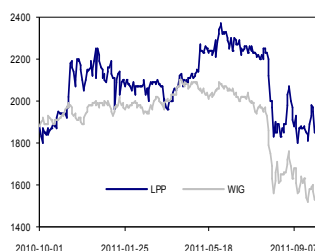
## LPP (Kupuj)

Cena bieżąca: 1850,5 PLN    Cena docelowa: 2220 PLN

Analitik: Gabriela Borowska

Data ostatniej aktualizacji: 2011-10-06

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 003,1	2 079,4	3,8%	2 393,8	15,1%	2 756,4	15,1%	Liczba akcji (mln)	1,8
EBITDA	277,4	295,1	6,4%	398,1	34,9%	448,5	12,7%	MC (cena bieżąca)	3 238,9
marża EBITDA	13,8%	14,2%		16,6%		16,3%		EV (cena bieżąca)	3 388,9
EBIT	181,3	200,7	10,7%	292,9	45,9%	340,0	16,1%	Free float	39,5%
Zysk netto	104,7	139,1	32,8%	217,4	56,3%	258,2	18,7%		
P/E	30,5	23,3		14,9		12,5		Zmiana ceny: 1m	-3,1%
P/CE	15,9	13,9		10,0		8,8		Zmiana ceny: 6m	-10,7%
P/BV	4,7	4,4		4,3		3,9		Zmiana ceny: 12m	-1,2%
EV/EBITDA	12,3	11,7		8,5		7,4		Max (52 tyg.)	2 371,0
Dywid (%)	0,0	2,7		3,9		5,4		Min (52 tyg.)	1 802,5



LPP pokazało bardzo dobre dane miesięczne za 3Q 2011. Można już szacować kolejny udany kwartał z wynikiem na poziomie operacyjnym około 2x wyższym r/r. Spółka tak w ostatnim miesiącu jak i od początku roku radzi sobie lepiej niż mWIG40. Naszym zdaniem wynika to z: (i) najlepszych w branży danych sprzedażowych, w tym LFL, (ii) wyższej rentowności r/r wynikającej z mniejszych wyprzedaży i (iii) możliwości pobicia konsensusu na 2011, czemu dodatkowo będzie sprzyjała działająca od sierpnia 2011 struktura podatkowa. Kursy walutowe, w tym słaby PLN nie wpłyną jeszcze na wyniki 3Q 2011 a sam 4Q 2011 przy utrzymaniu obecnych poziomów również nie powinien wpłynąć istotnie na wyniki w skali całego roku. Podnosimy rekomendację do kupuj z niezmienną ceną docelową 2 220 PLN.

### Bardzo dobre dane za wrzesień

Przychody osiągnięte we wrześniu 2011 wyniosły około 196 mln PLN i były wyższe r/r o około 14%. Szacunkowa wartość marży brutto na sprzedaży wyniosła 65% i była wyższa o ok. 5p.p. od zrealizowanej we wrześniu roku poprzedniego. Wartość przychodów w okresie styczeń - wrzesień 2011 wyniosła ok. 1 695 mln PLN i były wyższa o 17% r/r. Bardzo dobra sprzedaż i marża. Spółka 3Q 2011 zakończyła sprzedażą o 13% wyższą r/r i marżą na poziomie około 6,2p.p. wyższą niż w 3Q 2010. Tym samym szacujemy, że wynik na poziomie operacyjnym za 3Q 2011 powinien być na poziomie prawie 2x wyższym r/r. Wiadomość pozytywna.



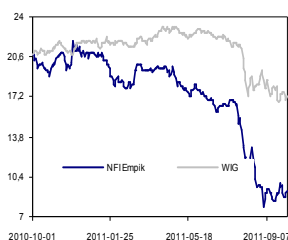
## NFI EMF (Trzymaj)

Cena bieżąca: 9,17 PLN      Cena docelowa: 19 PLN

Analitik: Gabriela Borowska

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-27

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 719,5	2 908,2	6,9%	3 281,2	12,8%	3 717,3	13,3%	Liczba akcji (mln)	104,0
EBITDA	202,3	246,1	21,6%	265,0	7,7%	318,0	20,0%	MC (cena bieżąca)	954,0
marża EBITDA	7,4%	8,5%		8,1%		8,6%		EV (cena bieżąca)	1 456,8
EBIT	83,4	141,6	69,8%	153,3	8,3%	193,4	26,2%	Free float	16,4%
Zysk netto	79,8	74,8	-6,3%	87,3	16,8%	109,4	25,3%		
P/E	11,8	12,8		10,9		8,7		Zmiana ceny: 1m	2,0%
P/CE	4,7	5,3		4,8		4,1		Zmiana ceny: 6m	-53,4%
P/BV	1,9	2,0		1,7		1,4		Zmiana ceny: 12m	-55,2%
EV/EBITDA	5,7	5,2		5,5		4,6		Max (52 tyg.)	22,0
Dywid (%)	0,0	0,2		2,1		0,0		Min (52 tyg.)	7,8



**Nieoficjalna prognoza Zarządu na poziomie EBITDA 270 mln PLN w 2011 i zwiększenie zysku netto r/r jest zbliżone z naszymi prognozami. Sezonowość w spółce jest taka, że większość wyniku jest realizowane w 4Q, a sezonowość jest silniejsza niż u innych detalistów z branży notowanych na GPW. Naszym zdaniem przy tych poziomach cenowych i biorąc pod uwagę, że spółka jest liderem w swojej branży NFI EMF jest obecnie atrakcyjnie wyceniany. Jednak biorąc pod uwagę fakt, że 3Q jest zwykle słaby w spółce a o wyniku rocznym decyduje 4Q. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.**

### Przerwa w WZA

Do 3.10.2011 zarządzono przerwę w obradach WZA. Po wznowieniu obrad do przegłosowania zostaje m.in. uchwała w sprawie podziału zysku za 2010, wg projektu uchwał na dywidendę ma być przeznaczona 19,8 mln PLN (0,19 PLN na akcję).

### GAP w Polsce

NFI EMF zawarło umowę franczyzową z GAP. Pierwszy sklep sieci w Polsce zostanie otwarty w październiku w Arkadii.



## NG2 (Kupuj)

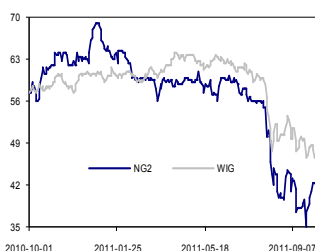
Cena bieżąca: 41,9 PLN

Cena docelowa: 64,5 PLN

Analityk: Gabriela Borowska

Data ostatniej aktualizacji: 2011-08-04

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	922,4	1 028,6	11,5%	1 179,1	14,6%	1 351,9	14,7%	Liczba akcji (mln)	38,4
EBITDA	126,5	151,3	19,6%	213,6	41,2%	251,9	17,9%	MC (cena bieżąca)	1 609,0
marża EBITDA	13,7%	14,7%		18,1%		18,6%		EV (cena bieżąca)	1 633,3
EBIT	108,2	129,1	19,4%	188,9	46,3%	221,9	17,4%	Free float	31,0%
Zysk netto	83,6	117,9	41,0%	144,2	22,4%	172,4	19,6%		
P/E	19,2	13,7		11,2		9,3		Zmiana ceny: 1m	-2,4%
P/CE	15,8	11,5		9,5		7,9		Zmiana ceny: 6m	-29,0%
P/BV	4,7	3,8		3,1		2,7		Zmiana ceny: 12m	-28,0%
EV/EBITDA	13,2	11,1		7,6		6,3		Max (52 tyg.)	68,9
Dyield (%)	2,4	2,4		3,6		5,8		Min (52 tyg.)	35,1



NG2 zaraportowało słabą sprzedaż za wrzesień i tym samym spółka zamknęła sprzedaż całego 3Q 2011 na poziomie niższym około -9% r/r. W całym 3Q 2011 spodziewamy się wyższej marży brutto na sprzedaży r/r jednak mimo to spółka wygeneruje naszym zdaniem wynik operacyjny na poziomie około 30% niższym r/r. Słaba sprzedaż wynika częściowo z niskiej sprzedaży kolekcji jesień-zima we wrześniu w porównaniu do września 2010, nie sprzyjała temu ciepła pogoda. Naszym zdaniem słabe wyniki 3Q 2011 uwzględnione są już z nawiązką w wycenie rynkowej NG2. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

### Słaba sprzedaż za wrzesień

Przychody ze sprzedaży za wrzesień wyniosły 103,2 mln PLN i były niższe r/r o 14,2%. Przychody za okres styczeń – wrzesień wyniosły 727,4 mln PLN i były wyższe r/r o 2,7%. Przychody ze sprzedaży detalicznej wyniosły 86,8 mln PLN i były r/r wyższe o 15,9%, narastająco za okres styczeń – wrzesień wyniosły 646,8 mln PLN i były wyższe o 3,7% r/r. Słaba sprzedaż za wrzesień zapowiada słaby cały 3Q 2011. Sprzedaż w kwartale była ok. 9% niższa r/r i szacujemy, że wynik operacyjny będzie jeszcze niższy r/r. Wiadomość negatywna dla naszych prognoz, jednak cena rynkowa uwzględnia już naszym zdaniem te dane. Słaba sprzedaż jest wynikiem opóźnienia w sprzedaży kolekcji jesień-zima, która powinna się pojawić dopiero w wynikach 4Q 2011.



## Vistula (Trzymaj)

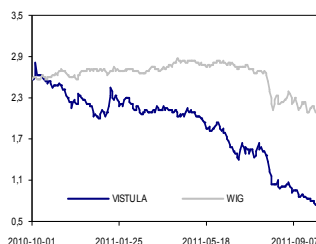
Cena bieżąca: 0,78 PLN

Cena docelowa: 2,1 PLN

Analityk: Gabriela Borowska

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-03

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	408,4	353,9	-13,3%	405,2	14,5%	471,5	16,4%	Liczba akcji (mln)	111,6
EBITDA	57,9	39,2	-32,3%	49,6	26,6%	63,5	27,9%	MC (cena bieżąca)	87,0
marża EBITDA	14,2%	11,1%		12,3%		13,5%		EV (cena bieżąca)	312,4
EBIT	40,2	23,3	-42,1%	34,1	46,2%	47,6	39,8%	Free float	40,5%
Zysk netto	16,9	1,7	-89,9%	10,3	508,5%	21,0	102,9%		
P/E	5,2	51,2		8,4		4,1		Zmiana ceny: 1m	-17,0%
P/CE	2,5	4,9		3,4		2,4		Zmiana ceny: 6m	-61,6%
P/BV	0,4	0,3		0,3		0,3		Zmiana ceny: 12m	-72,2%
EV/EBITDA	5,4	8,0		6,3		5,0		Max (52 tyg.)	2,8
Dyyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	0,7



W dalszym ciągu nie ma decyzji o emisji, której zadłużona spółka potrzebuje. Prezes Rady Nadzorczej zapowiadał, że decyzja o emisji zapadnie we wrześniu. Naszym zdaniem na SPO jest już za późno, spółka nie zdąży go przeprowadzić do grudnia 2011, kiedy musi wykupić około 50 mln PLN z obligacji i przełomu styczeń/luty 2012, kiedy musi spłacić około 65 mln PLN kredytu. Naszym zdaniem obecny scenariusz jest taki, że spółka zroluje dług, co nie rozwiąże problemu finansowania, a jedynie odłoży go w czasie. Operacyjnie nie ma problemu ze sprzedażą w segmentach odzieżowym i jubilerskim, natomiast ze względu na umocnienie się EUR w 3Q 2011 mogą być w wynikach widoczne ujemne różnice kursowe wynikające z wyceny zobowiązań (poręczeń dla Calerii Centrum). W tej chwili ryzyko finansowania w spółce i kwestia rolowania długu hamuje nas przed podniesieniem rekomendacji mimo znacznej przeceny akcji spółki. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

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

**Departament Analiz:**

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

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

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41  
[maciej.stoklosa@dibre.com.pl](mailto:maciej.stoklosa@dibre.com.pl)  
Budownictwo, Deweloperzy

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

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

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

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01  
[piotr.zybala@dibre.com.pl](mailto:piotr.zybala@dibre.com.pl)  
Deweloperzy

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:**

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

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95  
Wicedyrektor  
[marzena.lempicka@dibre.com.pl](mailto:marzena.lempicka@dibre.com.pl)

**Maklerzy:**

Emil Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63  
[emil.onyszczuk@dibre.com.pl](mailto:emil.onyszczuk@dibre.com.pl)

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

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

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

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

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

**Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych**

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

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

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

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

**„Prywatny Makler”**

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

Dom Inwestycyjny  
BRE Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-950 Warszawa  
[www.dibre.com.pl](http://www.dibre.com.pl)

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

### Astarta

rekomendacja	Sprzedaj
data wydania	2011-01-18
kurs z dnia rekomendacji	101,00
WIG w dniu rekomendacji	47457,37

### Comarch

rekomendacja	Trzymaj
data wydania	2011-01-18
kurs z dnia rekomendacji	88,95
WIG w dniu rekomendacji	47457,37

### Elektrobudowa

rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2011-02-08	2011-03-03	2011-07-20	2011-08-04
kurs z dnia rekomendacji	168,40	158,00	155,50	141,00
WIG w dniu rekomendacji	47933,80	47326,35	46651,79	44536,67

### Enea

rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2011-03-03	2011-05-17
kurs z dnia rekomendacji	22,10	18,88
WIG w dniu rekomendacji	47326,35	48940,24

### Handlowy

rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2011-01-18	2011-09-05
kurs z dnia rekomendacji	93,00	64,35
WIG w dniu rekomendacji	47457,37	40544,28

### Kredyt Bank

rekomendacja	Akumuluj	Trzymaj	Redukuj
data wydania	2011-01-18	2011-06-03	2011-09-05
kurs z dnia rekomendacji	15,44	17,60	14,40
WIG w dniu rekomendacji	47457,37	49824,93	40544,28

### LPP

rekomendacja	Akumuluj
data wydania	2010-12-03
kurs z dnia rekomendacji	2140,00
WIG w dniu rekomendacji	46481,15

**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, Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, 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, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, KGHM, KRUK, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Nepentes, Netia, Neuca, Odratrans, Robyg, TP SA, TVN, Unibep, Warfama, ZUE.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, ABG Spin, Action, Agora, Ambra, Bakalland, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elzab, Enea, Ergoaparatura, Energomontaż Póinoc, 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, Pekao, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Techmex, Unibep, ZA Puławy, ZUE.

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

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 12 Przeglądu Miesięcznego. Zestawienie zmian rekomendacji, dokonanych w Przeglądzie Miesięcznym, znajduje się na stronie 13 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.*