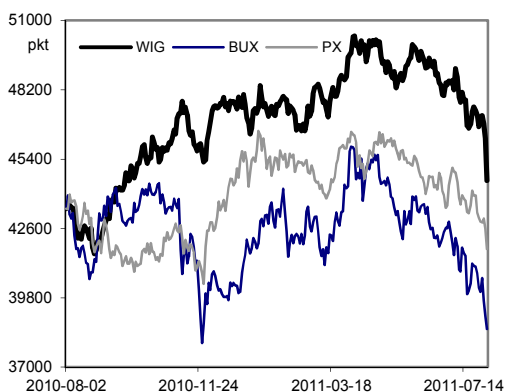




## Rynek akcji Makroekonomia

<b>WIG</b>	<b>44 537</b>
Średnie P/E 2011	11,7
Średnie P/E 2012	9,4
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	980 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

## Sierpień 2011

### Rynek akcji

Kolejna interwencja FED, ECB i rządów, która pozwoliłaby na ożywienie popytu konsumpcyjnego (USA) i obniżenie rentowności długu Hiszpanii i Włoch wydaje się coraz bardziej prawdopodobna. Nadal bardziej prawdopodobne jest to, że gospodarka światowa znajduje się w fazie *mid-cycle correction* a nie recesji. Sytuacja finansowa firm jest bardzo dobra a wyceny spółek w ujęciu historycznym również zachęcają do kupna akcji.

**Banki.** Pomimo, że spodziewamy się dobrych wyników za 2Q 2011, wycena rynkowa spółek finansowych pozostaje pod presją negatywnego sentymentu globalnego, a w szczególności silnego CHF. Zalecamy relatywne przeważenie banków silnych kapitałowo i z małą ekspozycją na kurs CHF/PLN (Pekao i ING BSK) oraz PZU i Kruka.

**Paliwa.** Spadek dyferencjału Ural/Brent w lipcu pogorszył i tak słabe makro rafinerii, a dodatkowo negatywną informacją dla Orlenu jest mocna korekta w petrochemii. Nadal preferujemy akcje PGNiG i utrzymujemy negatywne nastawienie do Lotosu i Orlenu.

**Energetyka.** Wyniki polskich spółek energetycznych za 2Q powinny zaskakiwać pozytywnie, co powinno poprawiać sentyment do sektora. Odrotna sytuacja będzie miała miejsce w przypadku CEZ.

**Telekomunikacja.** Telekomy (TPSA, Netia) rozczarowują na poziomie wyników operacyjnych za 2Q'11. Słabe dane o liczbie abonentów oraz perspektywa coraz ostrzejszej konkurencji rysują negatywną perspektywę w średnim okresie. Bieżący FCF i dywidendy pozostają nadal jedynym argumentem za utrzymywaniem pozycji.

**Media.** Drugi kwartał pod względem wyników powinien być zdecydowanie lepszy od rezultatów za pierwsze trzy miesiące roku. Najciekawszą inwestycją w sektorze pozostaje Agora.

**Informatyczne.** Spółki informatyczne mocno przeceniły się na bazie oczekiwań słabych wyników (Comarch) i zapowiedzi powiększenia zadłużenia (Sygnity). Najstabilniejszą i najtańszą spółką nadal pozostaje jednak Asseco Poland. Wśród dystrybutorów zalecamy inwestycje w akcje AB.

**Górnictwo i metale.** KGHM ma szansę na rekordowy kwartał, spółki węglowe borykają się z problemem wydobycia, które w 2Q zarówno w LWB jak i JSW będzie słabe. Poprawę przyniosą już jednak kolejne miesiące, naszym zdaniem okazją do kupna.

**Przemysł.** Niska cena Impexmetalu i odbudowujący się pozytywny sentyment do Boryszewa mogą przyczynić się do wzrostu cen akcji obu Spółek. Na sezon wyników warto mieć miejsce w portfelu dla Kernela i Centrum Klimy, a minimalizować udział Cersanitu.

**Budownictwo.** W sektorze jest bardzo wiele spółek notowanych poniżej P/E = 10 na ten rok oraz wiele firm, które w tym roku mają słabe wyniki, lecz w roku przyszłym mają dużą szansę na poprawę rezultatów. Negatywnie wynikami w Q2 2011 zaskoczy tylko Polimex.

**Deweloperzy.** Dane za Q2 dla rynku nieruchomości komercyjnych w Polsce były pozytywne. Niższa sprzedaż mieszkań w Q2 może zapowiadać spowolnienie koniunktury w tym segmencie rynku.

**Handel.** Dynamiki 2Q 2011 wspierał efekt niskiej bazy. Spodziewamy się dobrych wyników dla detalistów z segmentu odzieży i obuwiu, w tym LPP, NG2 i Redan. Vistuli dalej nie sprzyja wysoka cena złota, a w NFI EMF negatywnie na sprzedaż wpłynie rynek rosyjski.

**Rekomendacje.** W raporcie miesięcznym podwyższamy rekomendację dla spółek: AB (Kupuj), Budimex (Akumuluj), Elektrobudowa (Akumuluj), Kernel (Kupuj), Mondi (Kupuj), NG2 (Kupuj), PKN Orlen (Redukuj), Ulma CP (Kupuj) obniżamy zalecenie inwestycyjne dla spółek: Action (Trzymaj) oraz zawieszamy rekomendację dla spółek: Dom Development, J.W.C., Polnord, Robyg.

## Spis treści

<b>1. Rynek akcji</b>	<b>4</b>
<b>2. Makroekonomia</b>	<b>7</b>
<b>3. Aktualne rekomendacje DI BRE</b>	<b>9</b>
<b>4. Statystyki rekomendacji</b>	<b>10</b>
<b>5. Banki</b>	<b>11</b>
5.1. Getin	13
5.2. Handlowy	14
5.3. ING BSK	15
5.4. Kredyt Bank	16
5.5. Millennium	18
5.6. Pekao	20
5.7. PKO BP	21
<b>6. Ubezpieczyciele</b>	<b>23</b>
6.1. PZU	23
<b>7. Usługi finansowe</b>	<b>24</b>
7.1. Kruk	24
<b>8. Paliwa, chemia</b>	<b>25</b>
8.1. Ciech	26
8.2. Lotos	27
8.3. PGNiG	28
8.4. PKN Orlen	30
8.5. Police	31
8.6. ZA Puławy	32
<b>9. Energetyka</b>	<b>33</b>
9.1. CEZ	34
9.2. Enea	35
9.3. PGE	36
9.4. Tauron	37
<b>10. Telekomunikacja</b>	<b>38</b>
10.1. Netia	38
10.2. TP SA	39
<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>45</b>
12.1. AB	45
12.2. Action	46
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. KGHM	53
13.2. LW Bogdanka	54
<b>14. Przemysł</b>	<b>55</b>
14.1. Astarta	56
14.2. Boryszew	58
14.3. CEDC	60
14.4. Centrum Klima	61
14.5. Cersanit	62
14.6. Famur	63
14.7. Impexmetal	64
14.8. Kernel	65
14.9. Kęty	67
14.10. Kopex	68
14.11. Mondi	69
<b>15. Budownictwo</b>	<b>70</b>
15.1. Budimex	72
15.2. Elektrobudowa	74
15.3. Erbud	75
15.4. Mostostal Warszawa	76
15.5. PBG	77
15.6. Polimex Mostostal	78
15.7. Rafako	79
15.8. Trakcja Tiltra	80



15.9.	Ulma Construcccion Polska .....	81
15.10.	Unibep .....	82
15.11.	ZUE.....	84
<b>16.</b>	<b>Deweloperzy .....</b>	<b>85</b>
16.1.	BBI Development .....	87
16.2.	Dom Development .....	88
16.3.	Echo Investment .....	89
16.4.	GTC .....	90
16.5.	J.W. Construction .....	91
16.6.	P.A. Nova.....	92
16.7.	Polnord .....	93
16.8.	Robyg .....	94
<b>17.</b>	<b>Handel .....</b>	<b>95</b>
17.1.	Eurocash .....	97
17.2.	LPP .....	98
17.3.	NFI Empik.....	99
17.4.	NG2 .....	100
17.5.	Vistula.....	101

## Rynek akcji

Rynek akcji przez długie miesiące wytrzymywał napór złych informacji (w lipcu: WIG20 - 2,7%, S&P500 -2,1%, DAX -2,9%), aż do przełomu lipca i sierpnia, kiedy kolejne słabe dane makro w USA i Europie (ISM/PMI, zamówienia na dobra trwałe) zwiększyły prawdopodobieństwo wystąpienia kolejnej recesji – przy nadal nie rozwiązanych problemach z zadłużeniem USA i krajów europejskich, i wywołały gwałtowne spadki cen akcji. W dalszym ciągu nie jest jasne, czy obecna sytuacja makro to klasyczna korekta w cyklu wzrostowym (*mid-cycle correction*, wskaźniki wyprzedzające nisko, ale nadal wskazują na wzrost), dodatkowo wzmocniona szokami (trzęsienie ziemi w Japonii, droga ropa) czy już początek fazy spadkowej. Pikanterii obecnej sytuacji gospodarczej i sentymentu wśród inwestorów dodaje fakt, że rentowności obligacji 10-letnich Hiszpanii i Włoch wzrosły już powyżej 6% a agencje ratingowe straszą obniżeniem oceny długu USA. Dalsze pogarszanie się koniunktury (tegoroczna prognoza wzrostu PKB w tych krajach to dynamika w przedziale 0-0,5%) mogłoby prowadzić do dalszego wzrostu yield'ów a w efekcie niezdolności finansowania się dużych krajów europejskich na rynku .... a to już dużo poważniejszy problem niż mała Grecja. Rosnąca awersja do ryzyka nadal winduje ceny złota, które osiągnęły poziom 1600 USD/t. Silny popyt na surowiec to m.in. popyt ze strony banków centralnych, które w pierwszych pięciu miesiącach roku kupiły 155 ton złota, co odpowiada 15% światowej produkcji metalu w tym okresie. To również dalsze umacnianie się franka i jena, które ostatecznie skłoniło BC Szwajcarii do interwencji na rynku.

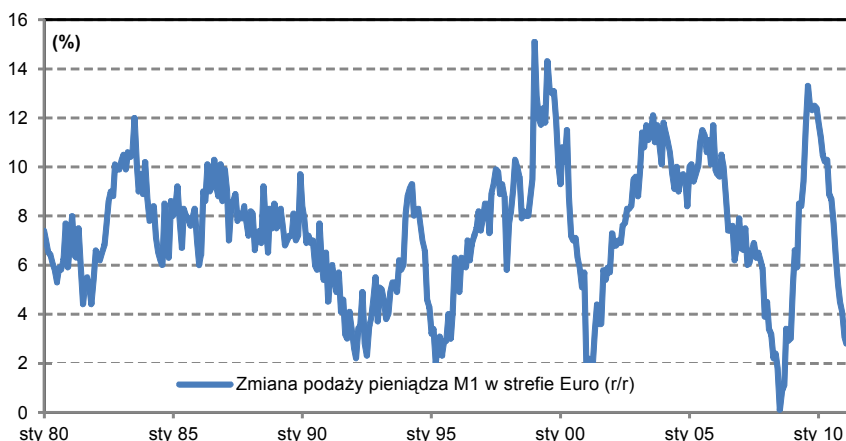
Za scenariuszem *mid-cycle correction* przemawiają m.in. niskie rentowności obligacji USA czy Niemiec, niższe ceny surowców (luzujące napięcia inflacyjne) a także szybsze niż oczekiwano wychodzenie z perturbacji gospodarki japońskiej. Wskaźniki wyprzedzające nadal wskazują ekspansję gospodarki, widać nieznaczna poprawę na rynku pracy w USA (dane ADP). Tym niemniej, wydaje się, że kolejna interwencja FED, ECB i rządów, która pozwoliłaby na ożywienie popytu konsumpcyjnego (USA) i obniżenie rentowności długu Hiszpanii i Włoch jest nieunikniona. Po złych doświadczeniach z podwyższeniem limitu zadłużenia w USA inwestorzy mogą obawiać się, że nie będzie to szybki proces a pakiet stymulacyjny może zostać wprowadzony zbyt późno. Pocięszające jest to, że sytuacja finansowa firm jest bardzo dobra, wyceny spółek w ujęciu historycznym (historyczne poziomy wycen, wskaźniki) również zachęcają do kupna akcji.

### Różnice i podobieństwa w porównaniu z 2008 rokiem

W poprzednim cyklu gospodarczym (2004-2007) wystąpiły trzy fazy wyhamowania wzrostu, w obecnym to druga (pierwsza w 1H2010) a sam cykl jak dotąd jest krótszy niż poprzednie. Firmy są w dużo lepszej kondycji finansowej i raportują wyższe wyniki (to efekt m.in. niższej presji na wynagrodzenia). To oznacza, że obecnie wyceny spółek są bardziej atrakcyjne niż w 2008. Średni wskaźnik P/E dla indeksu MSCI World to 11, w 2008 roku wynosił 15. Prognozowany wskaźnik P/BV dla DAX wynosi 1,3 (w 2008 1,75) a dla rynków wschodzących 2 w stosunku do 4,5 trzy lata temu. DY dla indeksu Euro Stoxx 50 jest 100 punktów powyżej rentowności niemieckich Bundów, w 2008 był o 150 punktów niżej.

Główne podobieństwa to przede wszystkim fakt, że kryzys dotyczy toksycznych aktywów. Obecnie są to obligacje kilku krajów europejskich (niewiadomą jest czy oprócz Grecji, Portugalii i Irlandii dotyczy to również Hiszpanii i Włoch), w 2008 papiery dłużne związane z rynkiem nieruchomości w USA. Niepokojąco podobnie prezentuje się również wielkość podaży pieniądza, która istotnie spada w Strefie Euro – analogicznie jak w 2008 roku.

### Podaż pieniądza (M1) w strefie Euro

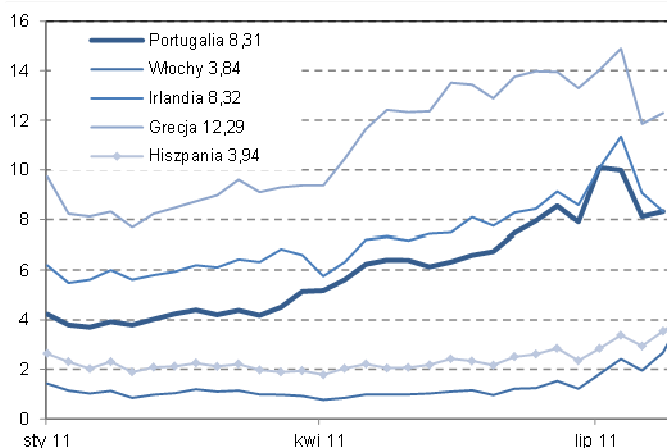


Źródło: Bloomberg

### Rentowność obligacji 10-letnich w Hiszpanii i Włoszech niebezpiecznie rośnie

Pomimo zażegnania na jakiś czas problemu płynności Grecji, obawy o wypłacalność krajów PIIGS są nadal bardzo duże. Problem przeniósł się z mniejszych gospodarek (Grecja, Portugalia, Irlandia), gdzie w porównaniu ze szczytowym momentem niepewności wyraźnie widać spadek rentowności obligacji, na kraje największe, tj. Hiszpanię i Włochy. Geneza obaw zapewne tkwi w słabnącym wzroście gospodarczym w strefie Euro i w samych wymienionych krajach. Podczas gdy, głównie dzięki Niemcom i Francji PMI dla całej strefy Euro nadal znajduje się na poziomie powyżej 50 (przemysł: 50,4; usługi: 51,6), w przypadku Włoch i Hiszpanii wskazuje już na poważne ryzyko kontrakcji w gospodarce. Wizja ponownego wejścia tych gospodarek w recesję przy i tak już dużych problemach z finansowaniem się na rynku oznaczałaby silną eskalację kryzysu zadłużeniowego. Dług publiczny Włoch to 1 843 mld EUR, Hiszpanii 640 mld EUR (Grecja 329 mld EUR, dane na koniec 2010). Rentowności obligacji 10-letnich Hiszpanii wzrosły już do 6,3% a Włoch do 6,1%, tj. odpowiednio +3,94% i 3,84% w relacji do niemieckich Bundów. Na początku 2009 było to zaledwie 100-150 punktów bazowych. Rosną również koszty ubezpieczenia długu (CDS).

### Rentowność obligacji 10-letnich w krajach PIIGS



Źródło: Bloomberg

### Gospodarka amerykańska nadal zwalnia, co robi FED?

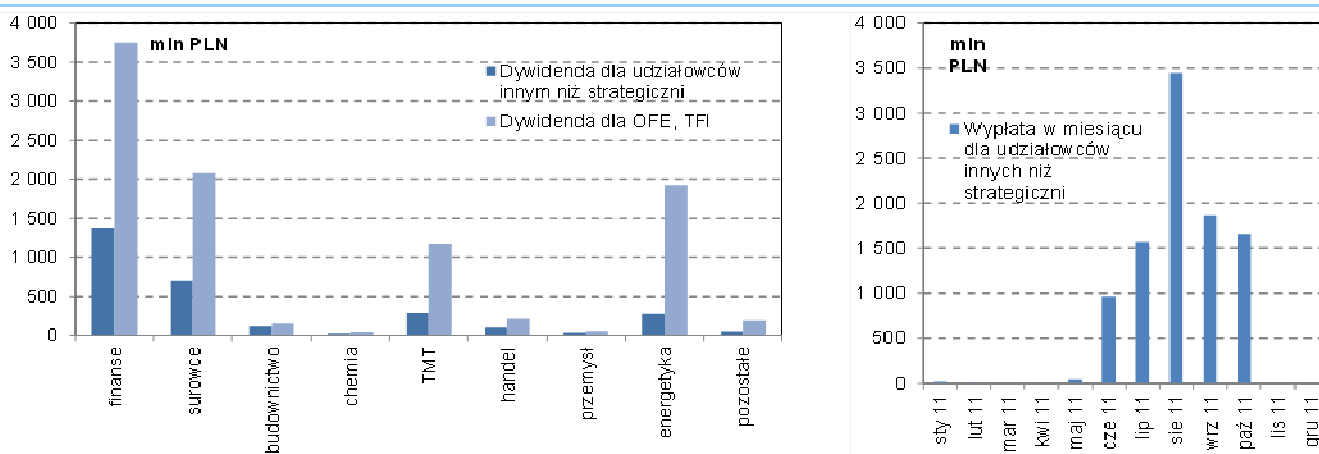
Przesłanie jakie płynie z wypowiedzi przedstawicieli FED i publikowanych danych makro wskazuje, że gospodarka USA może osiągać właśnie apogeum wzrostu cyklicznego. Wprawdzie aktywność gospodarcza nadal znajduje się w trendzie wzrostowym to jednak jego tempo wyraźnie słabnie. Nadal pytaniem pozostaje to czy mamy do czynienia z efektem „*mid-cycle correction*” - dodatkowo wzmocnionego szokami takimi jak trzęsienie ziemi w Japonii a przez to zaburzony łańcuch dostaw a także naprzemienne powodzie i susze, czy też gospodarka wyczerpała dalszy potencjał do wzrostu. W obecnej chwili, przy tak dużej awersji do ryzyka i braku zaufania w finansowaniu długu, trudno sobie wyobrazić konsekwencje scenariusza recesyjnego. Słaba aktywność gospodarcza i rynek pracy powodują, że presja inflacyjna obniża się, co pozostawia pole do działań FED. Wydaje się, że FED będzie czekał jeszcze przez miesiąc i analizował bieżące dane makro, szczególnie dotyczące inflacji i rynku pracy. Na tym ostatnim ostatnie dane o nowych bezrobotnych czy dane z ADP o nowych miejscach zatrudnienia wskazują na pewne ożywienie. Jeżeli jednak nie nastąpi wyraźniejsza poprawa można oczekiwać że kolejny program pomocowy dla gospodarki jest niezbędny. Ponieważ efekty QE2 są źle oceniane, nowy program musiałby mieć już inny charakter – bezpośrednio stymulujący popyt konsumpcyjny.

### Wyniki spółek na drugi plan

Wyniki spółek w USA kolejny kwartał z rządu zaskakują konsensus pozytywnie. Jak dotąd większość raportowanych zysków jest wyższa niż oczekiwali analitycy. Również w przypadku rynku polskiego, w pierwszym tygodniu sezonu spośród dużych i średnich spółek większość pobiła konsensus. Jest to szczególnie dobrze widoczne w sektorze bankowym, gdzie wyniki poprawiają się w oparciu o szybszy niż zakładano wzrost wolumenu kredytów.

Nawet przy założeniu spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego nie zakładamy istotnego pogorszenia wyników spółek za 3Q. W lipcu po czterech kolejnych miesiącach spadkowych PMI dla przemysłu w Polsce wzrósł do 52,9 pkt z 51,2 przed miesiącem. Jeżeli będzie realizował się negatywny scenariusz makro wyniki spółek ulegną pogorszeniu w przyszłym roku. Zdaje się, że inwestorzy już dziś przykładają coraz większe prawdopodobieństwo do takiego scenariusza, bo tylko to (poza kłopotami płynnościowymi) może tłumaczyć poziom notowań wielu spółek (szczególnie z branży budowlanej i produkcji przemysłowej) wycenianych z P/E poniżej 10 – dla sektorów, które historycznie notowane były po znacznie wyższych wskaźnikach.

## Dywidendy przekazane przez spółki z WIG20 i WIG40 dla inwestorów innych niż strategiczni i do krajowych instytucji finansowych (OFE, TFI) oraz terminarz wypłat (p)



Źródło: DI BRE Banku SA na podstawie informacji ze spółek

Z drugiej strony spadek cen akcji do bardzo atrakcyjnych poziomów (wiele spółek notowanych z P/E poniżej 10 na 2011 rok), oznacza, że podaż akcji na rynku wtórnym również będzie bardzo ograniczona w stosunku do prognoz sprzed jeszcze kilku miesięcy. W kontekście sytuacji rynkowej nie można m.in. wykluczyć przesunięcia w czasie mega-oferty akcji PKO BP (7,5 mld PLN). Ponadto fundusze dostają istotne środki z dywidend od notowanych spółek. Wg naszych szacunków spółki z WIG20 i WIG40 w br. wypłacą akcjonariuszom innym niż strategiczni ok. 9,6 mld PLN, z czego 6,9 mld PLN z okresie lipiec-wrzesień. Z kwoty tej ponad 3 mld PLN trafi do OFE i TFI (ponad 2 mld PLN w okresie lipiec-wrzesień). Niestety biorąc pod uwagę skalę umorzeń będzie to element łagodzący negatywny wpływ na rynek a nie dodatkowy strumień popytu na akcje.

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

## Makroekonomia

### Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna w czerwcu wzrosła o 10,9% w ujęciu rocznym (nasza prognoza 11,9%), zaś w ujęciu realnym o 6,4%. Tym samym headline sprzedaży nie wygląda źle i na jego podstawie można byłoby wysnuć wniosek o kontynuacji dotychczasowych, pozytywnych trendów. Obraz psują jednak wyraźnie szczegóły sprzedaży detalicznej: rośnie ona w coraz większej mierze dzięki kategoriom silnie zmiennym (kategoria pozostałe, żywność) natomiast kategorie o pozornie niskiej wadze (odzież i obuwie, sprzedaż RTV i AGD), lecz dużej wartości poznawczej odnośnie zachowania konsumentów notują dalsze spadki (do tej pory zawirowania w tych kategoriach skłonni byliśmy uznawać za zaburzenia sezonowości – obecnie coraz bardziej przypominają one symptomy odwrócenia trendu). Przechodząc do szczegółów, dynamika sprzedaży odzieży i obuwi obniżyła się z 35% w kwietniu do zaledwie 12,9% obecnie, zaś dynamika sprzedaży w meblach, RTV i AGD obniżyła się z ponad 32% w lutym do 5,3% obecnie. Negatywny wydźwięk tych wrażliwych na wahanie optymizmu konsumentów kategorii potwierdza także spojrzenie na dynamikę agregatów sprzedaży w ujęciu bazowym i po wyłączeniu samochodów.

Sprzedaż detaliczna (w każdym przekroju) spada już drugi miesiąc z rzędu, co stanowi poważną anomalię w trendzie wzrostowym. Skłania nas to do zapalenia żółtego światła ostrzegawczego dla konsumpcji indywidualnej. Zgodnie z naszymi obliczeniami ścieżka konsumpcji może zostać obniżona o 0,4-1,2pp. w wyniku niekorzystnych dostosowań cenowych (wysoka inflacja) oraz wyższych rat kredytów hipotecznych. Uważamy, że scenariusz ten ma rosnące prawdopodobieństwo realizacji w kolejnych kwartałach, co powinno negatywnie wpływać na sprzedaż detaliczną. Po stronie procesów cenowych w sprzedaży detalicznej zaobserwowano obniżenie deflatora sprzedaży w skali podobnej do spadków wskaźnika CPI. Mianowicie, deflator obniżył się z 5,3% do 4,5% zaś w ujęciu bazowym z 2,3% do 1,9%. Choć na razie nie widzimy symptomów odwrócenia trendu na poszczególnych kategoriach inflacji bazowej, osłabienie aktywności w sferze konsumpcji powinno także (z odpowiednim opóźnieniem) działać hamująco na ceny.

### Produkcja przemysłowa

Dynamika produkcji sprzedanej przemysłu obniżyła się do 2,0% r/r w czerwcu z 7,4% r/r zanotowanych w maju. Po odsezonowaniu roczna dynamika produkcji przemysłowej obniżyła się o 4 punkty procentowe do 4,5%. Wzrost zanotowano w 23 sektorach (spośród 34). Spadki objęły takie sektory jak produkcja maszyn i urządzeń, komputerów i wyrobów technicznych. Powodem obniżenia rocznej dynamiki produkcji przemysłowej są efekty statystyczne (wysoka baza w związku z dynamicznym, w dużej mierze wiedzionym ożywieniem w Niemczech, wzrostem produkcji w roku poprzednim) oraz rozlanie się na Europę efektów obniżenia aktywności ekonomicznej za oceanem i w Japonii.

Produkcja budowlano-montażowa wzrosła o 17% w porównaniu do poprzedniego roku (wyhamowanie z poziomu ponad 20% w maju – w dużej mierze dyktowane czynnikami sezonowymi). Motory wzrostu to w dalszej kolejności (po uwzględnieniu ponadprzeciętnych wzrostów w maju, które musiałyby zostać przynajmniej częściowo skorygowane) infrastruktura: budowa obiektów inżynierii lądowej i wodnej (40,2% r/r) oraz roboty specjalistyczne (22,8% r/r). Przyjmując dotychczasowy trend na inwestycjach prywatnych (co wydaje się założeniem dość konserwatywnym biorąc pod uwagę zmiany w dynamice kredytu dla przedsiębiorstw oraz ubytek depozytów przedsiębiorstw) dynamika inwestycji w II kwartale mogła sięgnąć około 7,5-8,0%.

Ceny producentów przyrosły o 5,6% w ujęciu rocznym – zgodnie z naszą prognozą. Poprzedni odczyt został poddany rewizji w dół o 0.1pp. Miesięczna dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu wyniosła 0,3%, zaś w przetwórstwie przemysłowym ceny wzrosły o 0,2% (w ujęciu bazowym tyle samo). Obserwujemy obecnie stabilizację cen producentów po szoku cenowym z początku roku, zaś indeks roczny ciągnięty jest w dół przez efekty bazowe. Osłabienie złotego może przyczyniać się z nieznacznego zwiększenia presji kosztowej w najbliższych miesiącach – nie powinna być ona jednak znaczna biorąc pod uwagę jednoczesne spowolnienie aktywności w przetwórstwie. Brak wyraźnych efektów bazowych w przyszłych miesiącach będzie sprzyjał utrzymaniu cen producentów w okolicach 5-6% w przyszłych miesiącach. Tym samym z technicznego punktu widzenia PPI pozostanie powyżej CPI generując tym samym sygnały utrzymującej się presji inflacyjnej.

Wnioski. Dane sugerują dynamikę PKB w II kw. 2011 na poziomie 4,0-4,2% r/r (przy wzroście inwestycji sięgającym 8% r/r). Dla RPP słabsze dane ze sfery realnej to sygnał do oddalenia kolejnej podwyżki (albo wręcz końca cyklu zacieśnienia). Szacujemy, że niskie dynamiki produkcji utrzymają się przez kolejne miesiące, a dynamika PKB w II połowie roku będzie zbliżona do 4,0% r/r, na co wpływ będzie miała również stopniowo niższa dynamika konsumpcji (patrz szok cenowy i wzrost rat od kredytów walutowych).

## Rynek pracy

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w maju o 3,6% w ujęciu rocznym (konsensus rynkowy 3,5%), utrzymując dynamikę z kwietnia. W ujęciu miesięcznym zatrudnienie zwiększyło się o 13 tys. (0,2%). Odczyt odbiega pozytywnie od poprzednich realizacji, jednak nie wydaje nam się, że można już spodziewać się tylko i wyłącznie wzrostów na rynku pracy. Wzrost został wygenerowany prawdopodobnie (pierwszy szacunek GUS jest bardzo skąpy odnośnie szczegółów) przez kategorie sezonowe (budownictwo, handel wspomagane bardzo prawdopodobnie kategorią „administrowanie i działalność wspierająca”, która generuje większość zmienności całego zatrudnienia), które nadrobiły mizerne wzrosty z kwietnia. Podtrzymujemy nasze wcześniejsze przypuszczenia, że jesteśmy obecnie w okresie stabilizacji zatrudnienia (poziom), do której zachęca niepewność odnośnie sfery realnej.

W czerwcu dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw wzrosła do 5,8% z 4,1% zanotowanych w maju. Wysoka zmienność powodowana jest prawdopodobnie (znów należy się powołać na mało szczegółowy raport GUS) przez przesunięcia w górnictwie. Dana wpisuje się jednak w scenariusz relatywnie wysokiego wzrostu płac w samym przetwórstwie, który szacujemy na ponad 5%. Przy wzroście PKB w okolicach 5% nie ma powodu do znacznego wyhamowania płac zwłaszcza, że pracujący mają coraz więcej powodów do bardziej zdecydowanych negocjacji płacowych (spłycenie rynku pracy, wysoka inflacja + wyższe płatności z tytułu rat kredytowych).

## Inflacja

Roczny wskaźnik inflacji obniżył się w czerwcu do poziomu 4,2% po zaskakującym wzroście do poziomu 5% w maju. Oczekiwania rynkowe oscylowały wokół poziomu 4,8% r/r. Sprawcą niespodziewanego spadku inflacji są niższe ceny żywności (spadek aż o 1,8% m/m, głównie warzyw, cukru i mięsa). Skala tego spadku wpisuje się w niższe ceny żywności w regionie (zaskoczenia na Węgrzech i Czechach), jednak w odróżnieniu od krajów regionu, gdzie rozłożona była na kilka miesięcy, w Polsce skumulowała się w czerwcu. Inflacja bazowa w czerwcu wyniosła prawdopodobnie 2,4% r/r, czyli utrzymała się na poziomie z kwietnia. W zdecydowanej większości kategorii obserwujemy dalsze wzrosty cen. Wyjątkiem jest tu kategoria łączność, gdzie na spadek cen wpłynęła promocja w telefonii komórkowej.

Przechodząc do perspektyw krótkoterminowych, inflacja utrzyma się na zbliżonym do obecnego odczytu poziomie w lipcu i sierpniu. Nieznacznie, pod wpływem rosnących cen usług, powinna wzrosnąć natomiast inflacja bazowa. Podkreślamy, że prognozowanie najbliższych odczytów inflacji będzie utrudnione ze względu na zmiany metodologii GUS i zaburzenie dotychczasowych wzrostów sezonowych.

## Rachunek obrotów bieżących

W maju rachunek bieżący zbilansował się (w kwietniu zrewidowany w dół do 1 mld EUR deficytu), plasując się powyżej mediany prognoz (-700 mln EUR) oraz naszej bardziej optymistycznej prognozy (-400 mln EUR). Nowa metodologia badania widoczna jest w najnowszych danych o saldzie błędów i opuszczeń – na poziomie 348 mln EUR plasuje się ono (w ujęciu annualizowanym) na poziomie 1% , wobec ponad 3,5% PKB przed rewizją danych, a więc nie odbiega od średniej z innych krajów regionu.

Podstawową przyczyną wyzerowania deficytu na rachunku obrotów bieżących są transfery unijne, które „napompowały” saldo transferów bieżących do poziomu +1,66 mld EUR. Wśród pozostałych komponentów bilansu płatniczego w zasadzie nie ma niespodzianek. Saldo usług utrzymało się na względnie wysokim, dodatnim poziomie (+279 mln EUR). Utrzymało się również względnie wysokie, ujemne saldo dochodów (-963 mln EUR). W przypadku danych o rachunku handlowym otrzymano stabilizację eksportu netto na poziomie -1 mld PLN. Odmienne niż w poprzednich komentarzach nie odnosimy się do rozbieżności pomiędzy dynamikami prognozowanymi a zrealizowanymi z uwagi na rewizję danych (wciąż nie jest dostępna zaktualizowana baza miesięczna).

Lepszy odczyt deficytu na rachunku bieżącym ma przede wszystkim charakter jednorazowy, związany z płatnościami bieżącymi z UE. Spodziewamy się, że w kolejnych miesiącach deficyt będzie się rozszerzał i cały rok może zamknąć się deficytem na poziomie około 5% PKB. Jest to związane przede wszystkim ze spowolnieniem sfery realnej gospodarki światowej, która powinna przyczynić się do ograniczenia eksportu. W tym samym czasie konsumpcja pozostanie względnie mocna, mimo negatywnych efektów płynących z wysokiej inflacji oraz wzrostu oprocentowania kredytów hipotecznych (biorąc pod uwagę opóźnienia w dostosowaniu konsumpcji prywatnej, skumulują się one prawdopodobnie pod koniec roku).

**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	Akumuluj	2011-08-04	9,94	11,00	9,94	10,7%	7,4	11,1		
HANDLOWY	Trzy maj	2011-01-18	93,00	88,30	78,85	12,0%	11,4	9,7		
ING BSK	Kupuj	2011-05-20	833,00	960,00	795,00	20,8%	11,5	10,0		
KREDYT BANK	Trzy maj	2011-06-03	17,60	17,00	16,40	3,7%	13,4	10,1		
MILLENNIUM	Redukuj	2011-03-03	5,59	5,00	5,05	-1,0%	13,7	10,2		
PEKAO	Trzy maj	2011-03-03	164,00	148,20	149,00	-0,5%	12,7	11,3		
PKO BP	Kupuj	2011-05-23	42,99	49,00	38,25	28,1%	12,1	10,2		
<b>Ubezpieczyciele</b>										
PZU	Trzy maj	2011-06-03	391,00	390,00	366,00	6,6%	12,7	11,6		
<b>Usługi finansowe</b>										
KRUK	Kupuj	2011-06-22	39,70	53,00	38,60	37,3%	10,3	8,9		
<b>Paliwa, Chemia</b>										
CIECH	Kupuj	2011-07-21	19,90	27,70	17,50	58,3%	71,9	8,8	4,9	3,9
LOTOS	Sprzedaj	2011-01-18	38,49	28,40	36,09	-21,3%	9,3	5,0	5,9	4,8
PGNiG	Akumuluj	2011-07-06	4,40	4,83	4,05	19,3%	13,9	10,4	7,1	4,9
PKN ORLEN	Redukuj	2011-08-04	43,35	41,60	43,35	-4,0%	10,7	10,1	6,2	6,0
POLICE	Sprzedaj	2011-04-07	12,80	9,70	11,30	-14,2%	9,8	17,6	6,3	8,0
ZA PUŁAWY	Redukuj	2011-06-03	126,00	106,10	95,00	11,7%	9,6	9,4	5,5	5,2
<b>Energetyka</b>										
CEZ	Redukuj	2011-05-17	151,50	134,70	140,70	-4,3%	10,4	10,0	7,3	6,9
ENEA	Akumuluj	2011-05-17	18,88	21,68	18,30	18,5%	10,8	9,1	3,7	3,7
PGE	Akumuluj	2011-05-17	24,15	27,74	22,75	21,9%	10,6	9,4	5,7	5,4
TAURON	Kupuj	2011-05-17	6,33	9,09	6,34	43,4%	8,9	8,1	4,0	3,9
<b>Telekomunikacja</b>										
NETIA	Trzy maj	2011-01-18	5,15	5,40	5,39	0,2%	19,2	15,1	4,5	4,0
TPSA	Trzy maj	2011-04-05	17,75	16,10	16,84	-4,4%	17,5	16,1	4,7	4,6
<b>Media</b>										
AGORA	Kupuj	2011-06-03	20,29	28,40	15,75	80,3%	11,8	9,4	3,7	3,0
CINEMA CITY	Akumuluj	2011-03-03	36,06	42,90	32,01	34,0%	11,6	9,0	6,4	5,2
CYFROWY POLSAT	Trzy maj	2010-12-17	17,30	15,30	15,49	-1,2%	14,5	14,3	9,1	8,3
TVN	Trzy maj	2011-04-05	18,40	18,10	16,00	13,1%	19,5	13,9	10,2	8,1
<b>IT</b>										
AB	Kupuj	2011-08-04	21,99	27,60	21,99	25,5%	6,6	7,9	5,9	6,1
ACTION	Trzy maj	2011-08-04	18,90	18,16	18,90	-3,9%	10,1	8,7	7,3	6,4
ASBIS	Akumuluj	2011-01-18	3,80	4,32	2,06	109,7%	5,2	3,2	4,0	3,1
ASSECO POLAND	Kupuj	2011-05-27	49,60	65,00	46,90	38,6%	9,3	8,6	5,6	5,2
COMARCH	Trzy maj	2011-01-18	88,95	88,00	63,25	39,1%	11,7	9,9	4,6	3,9
SYGNITY	Trzy maj	2011-06-09	27,29	28,00	18,41	52,1%	46,5	10,0	5,8	4,2
<b>Górnictwo i Metale</b>										
KGHM	Akumuluj	2011-05-13	180,20	189,60	179,00	5,9%	5,1	8,2	3,9	6,1
LW BOGDANKA	Kupuj	2011-05-13	108,40	130,50	98,40	32,6%	18,1	8,1	8,4	4,2
<b>Przemysł</b>										
ASTARTA	Sprzedaj	2011-01-18	101,00	63,6	90,50	-29,7%	9,5	18,2	1,3	1,7
BORYSZEW	Kupuj	2011-07-01	0,91	1,2	0,83	44,6%	14,7	11,0	8,0	6,3
CEDC	Kupuj	2011-07-21	29,10	36,8	24,41	50,8%	7,9	7,7	9,1	7,9
CENTRUM KLIMA	Kupuj	2011-07-05	14,60	16,9	10,40	62,5%	8,9	7,2	5,7	4,7
CERSANIT	Trzy maj	2011-07-05	9,80	10,7	7,50	42,7%	14,1	10,3	7,9	6,4
FAMUR	Trzy maj	2011-05-25	3,70	3,9	3,75	4,0%	16,9	11,9	7,3	6,6
IMPEXMETAL	Kupuj	2011-07-29	4,76	6,3	4,27	47,5%	8,3	7,7	6,0	5,3
KERNEL	Kupuj	2011-08-04	71,20	87,8	71,20	23,3%	8,8	8,9	6,8	5,9
KĘTY	Trzy maj	2011-05-02	131,20	131,0	108,20	21,1%	10,4	9,4	6,3	5,8
KOPEX	Trzy maj	2011-07-05	23,11	22,5	21,90	2,7%	15,3	11,2	8,3	6,4
MONDI	Kupuj	2011-08-04	70,40	88,7	70,40	26,0%	8,8	9,2	6,1	6,5
<b>Budownictwo</b>										
BUDIMEX	Akumuluj	2011-08-04	78,90	90,00	78,90	14,1%	9,0	8,6	5,8	5,8
ELEKTROBUDOWA	Akumuluj	2011-08-04	141,00	163,10	141,00	15,7%	13,5	11,9	8,3	7,2
ERBUD	Kupuj	2011-05-20	29,70	37,60	21,65	73,7%	17,7	6,3	9,2	3,8
MOSTOSTAL WAR.	Kupuj	2011-05-20	34,00	54,00	28,20	91,5%	15,9	9,3	4,8	3,1
PBG	Kupuj	2011-05-20	142,00	167,90	122,00	37,6%	7,4	6,2	6,5	4,5
POLIMEX MOSTOSTAL	Trzy maj	2011-07-05	3,32	3,41	2,51	35,9%	11,9	8,8	6,6	5,6
RAFAKO	Akumuluj	2011-07-05	12,51	12,80	11,60	10,3%	14,3	13,2	8,0	7,3
TRAKCJA TILTRA	Kupuj	2011-05-20	2,71	3,50	2,40	45,8%	7,7	7,0	5,7	5,0
ULMA CP	Kupuj	2011-08-04	68,60	91,40	68,60	33,2%	10,6	11,4	3,7	3,9
UNIBEP	Kupuj	2011-05-20	6,56	9,78	5,50	77,8%	9,6	4,6	7,9	4,7
ZUE	Kupuj	2011-07-05	9,95	13,20	10,18	29,7%	10,7	10,1	6,2	5,1
<b>Deweloperzy</b>										
BBI DEVELOPMENT	Kupuj	2011-03-08	0,44	0,53	0,31	71,0%	16,2	5,0	25,5	9,3
DOM DEVELOPMENT	Zawieszona	2011-08-04	44,49	-	44,49	-	-	-	-	-
ECHO	Kupuj	2011-04-05	4,94	6,17	4,00	54,3%	8,6	4,1	9,4	6,6
GTC	Kupuj	2011-05-27	19,25	23,36	14,10	65,7%	6,9	4,4	9,6	7,7
J.W.C.	Zawieszona	2011-08-04	12,48	-	12,48	-	-	-	-	-
PA NOVA	Kupuj	2011-05-17	30,76	37,40	27,09	38,1%	15,4	15,2	13,4	15,8
POLNORD	Zawieszona	2011-08-04	20,71	-	20,71	-	-	-	-	-
ROBYG	Zawieszona	2011-08-04	1,70	-	1,70	-	-	-	-	-
<b>Handel</b>										
EUROCASH	Kupuj	2011-02-04	30,50	37,03	27,40	35,1%	20,0	15,1	11,0	8,7
LPP	Akumuluj	2010-12-03	2 140,00	2 300,00	2 120,00	8,5%	17,1	14,4	9,7	8,5
NFI EMPIK	Trzy maj	2011-05-27	18,20	19,00	13,01	46,0%	15,5	12,4	7,0	5,8
NG2	Kupuj	2011-08-04	49,96	66,00	49,96	32,1%	13,3	11,1	9,1	7,5
VISTULA	Trzy maj	2011-03-03	2,10	2,10	1,36	54,4%	14,7	7,2	7,6	6,0

## Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
CEDC	Kupuj		36,80	2011-07-21
CENTRUM KLIMA	Kupuj	Akumuluj	16,90	2011-07-05
CERSANIT	Trzymaj	Redukuj	10,70	2011-07-05
CIECH	Kupuj	Akumuluj	27,70	2011-07-21
DOM DEVELOPMENT	Akumuluj	Kupuj	53,50	2011-07-05
ELEKTROBUDOWA	Trzymaj	Akumuluj	163,10	2011-07-20
GETIN	Akumuluj	Redukuj	11,00	2011-08-04
IMPEXMETAL	Kupuj	Kupuj	6,30	2011-07-29
KOPEX	Trzymaj	Akumuluj	22,50	2011-07-05
MONDI	Akumuluj	Trzymaj	88,70	2011-07-05
PGNiG	Akumuluj	Trzymaj	4,83	2011-07-06
POLIMEX MOSTOSTAL	Trzymaj	Akumuluj	3,41	2011-07-05
RAFAKO	Akumuluj	Kupuj	12,80	2011-07-05
ZUE	Kupuj	Akumuluj	13,20	2011-07-05

## Zmiany rekomendacji w Przeglądzie Miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
AB	Kupuj	Akumuluj	27,60	2011-08-04
ACTION	Trzymaj	Akumuluj	18,16	2011-08-04
BUDIMEX	Akumuluj	Trzymaj	90,00	2011-08-04
DOM DEVELOPMENT	Zawieszona	Akumuluj		2011-08-04
ELEKTROBUDOWA	Akumuluj	Trzymaj	163,10	2011-08-04
J.W.C.	Zawieszona	Trzymaj		2011-08-04
KERNEL	Kupuj	Akumuluj	87,80	2011-08-04
MONDI	Kupuj	Akumuluj	88,70	2011-08-04
NG2	Kupuj	Akumuluj	66,00	2011-08-04
PKN ORLEN	Redukuj	Sprzedaj	41,60	2011-08-04
POLNORD	Zawieszona	Kupuj		2011-08-04
ROBYG	Zawieszona	Kupuj		2011-08-04
ULMA CP	Kupuj	Akumuluj	91,40	2011-08-04

## Statystyka rekomendacji

Statystyka	Wszystkie					Dla emitentów związanych z DI BRE Bankiem S.A.				
	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
liczba	3	4	22	9	26	0	2	8	3	15
procent	4,7%	6,3%	34,4%	14,1%	40,6%	0,0%	7,1%	28,6%	10,7%	53,6%

## Banki

### Czerwcowe statystyki sektora bankowego dla depozytów i kredytów

NBP opublikował statystyki dla sektora bankowego za czerwiec 2011. Depozyty wzrosły o 1,1% M/M (YTD +3,1%) w konsekwencji znacznego spadku depozytów niemonetarnych instytucji finansowych o 2,6% M/M (YTD 11,4%) Depozyty korporacyjne zwiększyły się o 0,9% M/M (-2,2% YTD), a depozyty detaliczne o 0,7% M/M (+3,3% YTD).

Po silnym wzroście kredytów w maju (o 2,2% M/M) nastąpił ich dalszy przyrost o 1,1% M/M (+5,4% YTD), w znaczniej części związany z dalszym osłabieniem się PLN względem CHF i EUR. Kredyty korporacyjne i detaliczne wzrosły w tym samym tempie M/M, o 1,4% (YTD odpowiednio +7,8% i +4,7%) W ramach kredytów detalicznych, kredyty mieszkaniowe zwiększyły się o 2,3% M/M (7,5% YTD), a kredyty nie-mieszkaniowe pozostały na niezmiennym poziomie M/M (+1,2% YTD).

Z powodu większego przyrostu kredytów niż depozytów, wskaźnik kredyty/depozytów pogorszył się 41pb. M/M do 104,9%.

### Czerwcowe statystyki odnośnie jakości kredytów w sektorze

Udział kredytów z utratą wartości w czerwcu 2011 zmniejszył się o 21pb. M/M do 8,1%. Znaczej poprawie jakości uległ portfel kredytów korporacyjnych, gdzie wskaźnik spadł o 47pb. M/M do 11,8%. W segmencie kredytów detalicznych wskaźnik poprawił się o 10pb. M/M do 7,3%. W ramach kredytów detalicznych, jakość kredytów mieszkaniowych ulegała dalszemu nieznacznemu pogorszeniu M/M (+2pb. M/M do 2,09%), podczas gdy poprawiła się jakość kredytów nie-mieszkaniowych (-10pb. M/M do 14,3%).

### Wyniki sektora za maj 2011

KNF zaraportował wyniki sektora finansowego za maj 2011. Zysk netto wyniósł 1 132 mln PLN. Oznacza to wzrost o 48% R/R oraz o 1% M/M. Powodem dynamicznej poprawy R/R był spadek salda rezerw (o 30% R/R) oraz wzrost wyniku odsetkowego (o 17%). Ponadto zwracamy uwagę na efekt niskiej bazy, maj 2010 był drugim po lutym najniższym miesiącem w roku pod względem poziomu zysku netto. Za wzrostem wyniku netto M/M stoi rosnący wynik odsetkowy, +8%. W okresie styczeń-maj 2011, sektor bankowy wygenerował zysk netto na poziomie 5 773 mln PLN, +36% R/R.

### Sejm uchwalił ustawą dotyczącą spreadów walutowych

Sejm uchwalił ustawą dotyczącą spreadów walutowych, czyli nowelizację ustawy o kredycie bankowym i kredycie konsumenckim. Zgodnie z ustawą, kredytobiorca zadłużony w walucie obcej będzie mógł spłacać raty kredytu - w kasie lub przelewem - walutą bezpośrednio kupioną np. w kantorze lub innym banku. Według nowych przepisów, bank nie będzie mógł żądać w takim przypadku dodatkowych opłat czy prowizji, ani aneksów do umowy. Zmiany mają objąć nowe kredyty oraz umowy kredytowe już zawarte, w części niespłaconej do dnia wejścia w życie ustawy. Ponadto w nowych umowach kredytowych będzie musiała zostać zapisana maksymalna wartość spreadu, po którym bank będzie sprzedawał klientowi walutę. W naszej opinii wśród banków przez nas analizowanych nowelizacja może stanowić zagrożenie jedynie dla przychodów Getin Holdingu, jako podmiotu, który ma spread walutowy znacząco powyżej średniej rynkowej. W 1Q 2011 przychody z tytułu wymiany ogółem wyniosły 45 mln PLN i stanowiły 7% przychodów ogółem.

### KE chce wprowadzenia rozwiązań Bazylei III w UE

Komisja Europejska poinformowała w komunikacie, że proponuje zwiększenie minimalnej kwoty funduszy własnych banków oraz zaostrzenie wymogów dotyczących ich jakości. Celem KE jest zwiększenie odporności unijnego sektora bankowego, przy jednoczesnym utrzymaniu zaangażowania banków w finansowanie działalności gospodarczej i wzrostu gospodarczego. Wniosek KE służy wprowadzeniu w Europie międzynarodowych standardów dotyczących wymogów kapitałowych dla banków, uzgodnionych przez państwa grupy G20 i określanych powszechnie jako pakiet Bazylea III. KE podała, że jej wniosek obejmuje projekty dwóch aktów prawnych: dyrektywy określającej warunki podejmowania działalności w zakresie przyjmowania depozytów oraz rozporządzenia regulującego prowadzenie działalności przez instytucje kredytowe i firmy inwestycyjne. Oba instrumenty prawne stanowią jeden pakiet i muszą być rozpatrywane łącznie. Komisja chce również wprowadzić nowe ramy nadzorcze, dzięki którym organy nadzoru zyskają uprawnienia do ściślejszego monitorowania banków i podejmowania odpowiednich działań (np. nakładania sankcji) w przypadku stwierdzenia zagrożeń, np. celem ograniczenia akcji kredytowej w sytuacji, gdy może ona prowadzić do powstania banków finansowych.

### Lokaty jednodniowe nie zostaną zniesione przez obecny rząd

Ministerstwo Finansów nie skieruje ponownie na posiedzenie Rady Ministrów projektu zmiany w ordynacji podatkowej, który zmierzał do likwidacji lokat jednodniowych, tzw. antybelkowych. Rzecznik prasowy MF przyznał, że projekt jest gotowy i rząd kolejnej kadencji będzie mógł z

niego skorzystać. Wcześniej liczone, że rząd przyjmie projekt na początku lipca co pozwoliłoby go uchwalić przez obecną kadencję Sejmu. Obowiązywałby wtedy od 1 stycznia 2012.

### **PO chce powrócić do projektu podatku bankowego po wygranych wyborach**

Minister Finansów, Jacek Rostowski, powiedział, że jeżeli PO wygra październikowe wybory parlamentarne, wprowadzi podatek bankowy na wzór tego, który obowiązuje w Wielkiej Brytanii. Dodał, że to będzie jedna z pierwszych rzeczy, którą rząd się zajmie. Dzień wcześniej resort finansów poinformował, że wstrzymał prace nad projektem nałożenia podatku na krajowe banki, ponieważ projekt nie ma szans na przegłosowanie w obecnej kadencji Sejmu. Dodatkowa opłata miała wynieść w skali sektora ok. 500-700 mln PLN i być przeznaczona na specjalny Fundusz Stabilizacyjny. Podstawą opodatkowania banków w Wielkiej Brytanii są skorygowane aktywa, czyli suma bilansowa pomniejszona o kapitały własne (Tier 1) i ubezpieczone depozyty detaliczne. Dodatkowo niższa stawka podatkowa jest zastosowana do zobowiązań o dłuższym terminie zapadalności.

### **Santander nie zainteresowany kolejnymi przejęciami w Polsce**

*Parkiet* doniósł, że Santander w trakcie konferencji powynikowej grupy poinformował, że nie jest zainteresowany kolejnymi akwizycjami w Polsce.

### **HSBC rezygnuje z obsługi klientów detalicznych w Polsce**

HSBC poinformowało, że rezygnuje z obsługi klientów detalicznych (w tym mikrofirm) w Polsce i skupi się wyłącznie na obsłudze klientów korporacyjnych i instytucjonalnych. HSBC było wymieniane jako jeden z graczy, który może odegrać rolę konsolidatora polskiego sektora bankowego. Fakt, że bank wycofuje się z obsługi klientów detalicznych w Polsce może oznaczać, że nie będzie on zainteresowany zakupem aktywów wystawionych na sprzedaż, takich jak Kredyt Bank lub potencjalnie Millennium.

### **Polbank stara się o polską licencję bankową**

Polbank, działający obecnie jako oddział greckiego EFG Eurobank, złożył do KNF wnioski o przekształcenie w bank z licencją polskiego nadzoru. Operacja jest niezbędna aby zakończyć planowaną transakcję przejęcia Polbanku przez Raiffeisena.

### **Właściciel Providenta rozważa dual-listing w Warszawie**

*Puls Biznesu* doniósł, że brytyjskie International Personal Finance (IPF) – właściciel polskiego Providenta, rozważa dual-listing w Warszawie. Miałoby to mieć miejsce w kwietniu 2012, czyli po publikacji wyników rocznych za 2011. Ponadto, spółka nie wyklucza, że w przyszłości rozważy pozyskanie licencji bankowej. Dałoby to możliwość pozyskania nowego typu finansowania (depozyty). W 1H 2011 IPF wygenerował zysk brutto na poziomie 35,7 mln GBP, +17% R/R. Oddział w Polsce wygenerował wynik brutto na poziomie 24,8 mln GBP, +77% R/R, czyli 69% zysków całej grupy.



## Getin (Akumuluj)

Cena bieżąca: 9,94 PLN    Cena docelowa: 11 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-08-04

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)
Wynik odsetkowy	977,5	1 273,5	30,3%	1 574,1	23,6%	1 838,6	16,8%	Liczba akcji (mln) 712,4
Marża odsetkowa	2,9%	3,1%		3,1%		3,2%		MC (cena bieżąca) 7 081,4
WNDB	2 020,3	2 521,3	24,8%	2 887,7	14,5%	3 224,3	11,7%	Free float 44,4%
Wynik operacyjny*	1 187,6	1 544,9	30,1%	2 383,3	54,3%	1 905,2	-20,1%	
Zysk brutto	357,6	485,2	35,7%	1 306,6	169,3%	930,3	-28,8%	
Zysk netto	276,1	421,1	52,5%	982,9	133,4%	653,5	-33,5%	
ROE	7,4%	10,2%		19,7%		11,2%		Zmiana ceny: 1m -24,0%
P/E	25,6	16,8		7,4		11,1		Zmiana ceny: 6m -23,9%
P/BV	1,8	1,6		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m -26,1%
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.) 15,3
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.) 9,5

\* przed kosztami rezerw



Uważamy, że spadek kursu o 22% od końca czerwca więcej niż dyskontuje negatywny wpływ wynikający z wzrostu kursu CHF/PLN o 10% w tym samym okresie. W naszej opinii, kurs holdingu uwzględnia już znaczne pogorszenie się jakości kredytów hipotecznych, podczas gdy nie stanowi zagrożenia dla wypłacalności banku. Wycenę na 2012 P/E na 11,1x oraz 2011 P/BV na 1,3x uważamy za atrakcyjną. Nasza 9-miesięczna cena docelowa na poziomie 11,0 PLN implikuje 11% potencjał wzrostu kursu. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

### KNF zgodził się na zaliczenie do funduszy uzupełniających długu podporządkowanego

Getin Noble Bank poinformował, że KNF wyraził zgodę na zaliczenie do funduszy uzupełniających banku (tzw. Tier 2) środków pieniężnych pozyskanych z emisji obligacji w kwocie 250 mln PLN na 7 lat. Informacja neutralna. Emisja długu podporządkowanego poprawi współczynnik wypłacalności banku o ok. 77pb. (pro-forma za 1Q 2011).



## Handlowy (Trzymaj)

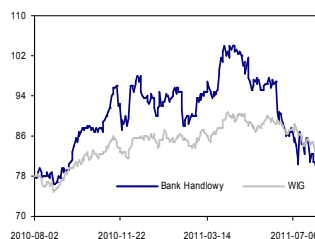
Cena bieżąca: 78,85 PLN Cena docelowa: 88,3 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	1 505,4	1 497,5	-0,5%	1 510,2	0,8%	1 606,5	6,4%	Liczba akcji (mln)	130,7
Marża odsetkowa	3,8%	4,0%		3,8%		3,8%		MC (cena bieżąca)	10 302,5
WNDB	2 418,4	2 563,4	6,0%	2 647,9	3,3%	2 822,8	6,6%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	1 200,6	1 184,4	-1,4%	1 273,0	7,5%	1 401,6	10,1%		
Zysk brutto	655,3	942,6	43,8%	1 129,1	19,8%	1 331,5	17,9%		
Zysk netto	504,4	754,8	49,6%	903,3	19,7%	1 065,2	17,9%		
ROE	8,5%	11,9%		13,4%		14,9%		Zmiana ceny: 1m	-9,1%
P/E	20,4	13,6		11,4		9,7		Zmiana ceny: 6m	-17,0%
P/BV	1,7	1,6		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m	0,2%
DPS	0,0	3,8		5,7		4,8		Max (52 tyg.)	104,0
Dywid (%)	0,0	4,8		7,3		6,1		Min (52 tyg.)	76,3

\* przed kosztami rezerw



**Podtrzymujemy naszą neutralną rekomendację na walory Handlowego w oczekiwaniu na słabe wyniki za 2Q 2011. Jest to jedyny bank wśród tych, które analizujemy, który nie tylko nie poprawi zysku netto z 1Q 2011, ale również zanotuje spadek wyniku netto R/R o 10% do 178 mln PLN. Nasze oczekiwania wskazują, że po 1H 2011 bank wygeneruje zysk na poziomie 359 mln PLN, co oznacza, że zarówno nasza całoroczna prognoza (903 mln PLN) jak i oczekiwania rynkowe (807 mln PLN) są za wysokie.**

### Pomimo spadku liczby kart kredytowych, transakcyjność rośnie

Wiceprezes Handlowego, Sonia Wędrychowicz-Horbatowska poinformowała, że pomimo spadku liczby kart kredytowych w banku w 2Q 2011, liczba transakcji dokonywanych kartami kredytowymi wzrosła o 5,8% R/R. Bank podjął działania zmierzające do zwiększenia aktywności klientów. Ponadto dodała, że ok. 30% bieżącej sprzedaży kart kredytowych realizowana jest poprzez sieć zlokalizowaną w centrach handlowych i udział ten dynamicznie rośnie. Ok. 60% sprzedaży kart dokonywana jest poprzez sieć placówek banków. Pod koniec 1Q 2011 roku bank miał 884 tys. kart kredytowych, podczas gdy pod koniec 2010 904 tys.

### Handlowy otworzył 40 tys. rachunków w 1H 2011

Wiceprezes Handlowego, Sonia Wędrychowicz-Horbatowska poinformowała, że w 1H 2011 bank zwiększył liczbę kont bieżących o 40 tys. Dodała, że ponad 50% klientów, którzy otworzyli konto w banku pochodzi z tzw. cross-sellingu, czyli mieli wcześniej inny produkt banku, głównie kartę kredytową. Blisko 50% to nowi klienci. W całym roku bank planuje pozyskać 100 tys. kont.



## ING BSK (Kupuj)

Cena bieżąca: 795 PLN    Cena docelowa: 960 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-20

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	1 402,5	1 627,6	16,0%	1 787,9	9,8%	1 904,6	6,5%	Liczba akcji (mln)	13,0
Marża odsetkowa	2,2%	2,6%		2,7%		2,8%		MC (cena bieżąca)	10 343,0
WNDB	2 488,3	2 682,5	7,8%	2 927,7	9,1%	3 104,3	6,0%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	990,7	1 096,5	10,7%	1 286,4	17,3%	1 412,9	9,8%		
Zysk brutto	738,3	934,1	26,5%	1 117,1	19,6%	1 277,3	14,3%		
Zysk netto	595,1	753,1	26,6%	900,7	19,6%	1 029,8	14,3%		
ROE	13,1%	14,3%		15,1%		15,6%		Zmiana ceny: 1m	-7,9%
P/E	17,4	13,7		11,5		10,0		Zmiana ceny: 6m	-7,7%
P/BV	2,1	1,8		1,6		1,5		Zmiana ceny: 12m	-1,0%
DPS	0,0	0,0		15,0		27,7		Max (52 tyg.)	922,0
Dywid (%)	0,0	0,0		1,9		3,5		Min (52 tyg.)	769,5

\* przed kosztami rezerw



ING BSK jest najtańszym bankiem, notowany na wskaźniku 2011 P/E na poziomie 11,5x, czyli 17% poniżej średniej dla spółek porównywalnych. W naszej opinii, ING BSK ze wskaźnikiem kredyty/depozytów na poziomie 76% (1Q 2011) jest pozycjonowany, aby dalej zwiększać swój udział rynkowy w kredytach z 4,9% w 2010. W naszej opinii bank będzie konsekwentnie zmieniał strukturę swojego bilansu zwiększając udział kredytów w aktywach, kosztem papierów dłużnych. Prognozujemy, że w 2Q 2011 ING BSK będzie konsekwentnie zwiększał swój zysk netto w tempie 12% R/R do 215 mln PLN. Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj na walory ING BSK i 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 960 PLN.

### Zysk netto za 2Q 2011 na poziomie 234 mln PLN lepszy od oczekiwań

ING BSK zaraportował mocne wyniki za 2Q 2011 z zyskiem netto na poziomie 234 mln PLN (+10% Q/Q oraz +22% R/R). Wynik okazał się o 9% wyższy niż nasza prognoza (215 mln PLN) oraz 8% powyżej oczekiwań rynkowych (216 mln PLN) dzięki lepszym niż spodziewane przychodom podstawowym (zarówno wynik odsetkowy jak i prowizyjny) oraz niższym saldzie rezerw.

Kredyty wykazały mocny wzrost Q/Q o 5%, przy czym zarówno wzrosły kredyty korporacyjne (+7% Q/Q), jak i kredyty detaliczne (+6% Q/Q). Depozyty wykazały również zdrowy wzrost o 4% Q/Q. Jednak w większym stopniu wzrosły oszczędności przedsiębiorstw (+7% Q/Q), które nie muszą mieć charakteru stałego. Depozyty detaliczne przyrosły o 3% Q/Q. Wynik odsetkowy był wyższy niż nasza prognoza o 3%. Wzrósł on o 6% Q/Q do 460 mln PLN, nie tylko dzięki silnym wolumenom, ale również z powodu poszerzenia się marży odsetkowej o 9pb. Q/Q do 2,8%. Podczas gdy marża na aktywach odsetkowych pozostała prawie na niezmiennym poziomie Q/Q, marża na pasywach odsetkowych zwiększyła się o 13pb. Q/Q. Wynik prowizyjny również był lepszy od oczekiwań wzrastając o 3% Q/Q do 258 mln PLN. Szczególnie mocne okazały się przychody z działalności maklerskiej (+16% Q/Q), wymiany walut (+8% Q/Q). Wynik handlowy był słabszy i wyniósł tylko 15 mln PLN (-49% Q/Q). Koszty były zgodne z oczekiwaniami na poziomie 420 mln PLN (+3% Q/Q). Wzrost kosztów osobowych o 2% Q/Q wynikał w dużej części z generalnych podwyżek wynagrodzenia przeprowadzonych w banku, a wzrost wydatków rzeczowych o 3% Q/Q najprawdopodobniej był wynikiem relatywnie niskiej bazy 1Q 2011. Saldo rezerw zaskoczyło in plus kształtując się na poziomie 38 mln PLN, -34% Q/Q. Spadły Q/Q nie tylko rezerwy na detal po tym jak bank jednorazowo dorezerwował portfel kredytów gotówkowych w 1Q 2011, ale również rezerwy w segmencie korporacyjnym. Jakość kredytów uległa poprawie Q/Q o 21pb. Q/Q do 4,0% na konto poprawy w korporacjach (-54pb. Q/Q do 5,8%). Jednocześnie wskaźnik pokrycia wzrósł o 1,4pp. Q/Q do 75,2%. Współczynnik wypłacalności spadł o 13pb. Q/Q do 12,6%.

### Fitch nadał nowy rating

Agencja Fitch nadała dla ING Banku Śląskiego viability rating (wcześniej zwany ratingiem indywidualnym) na poziomie "bbb+". Viability rating ocenia te same podstawowe ryzyka co dotychczasowy individual rating (rating indywidualny), jednakże charakteryzuje się znacznie szerszą, 19-stopniową skalą ocen analogiczną do skali stosowanej przy długoterminowej ocenie podmiotu (Long-term IDR). Skala ratingu indywidualnego obejmowała 9 stopni. Viability rating przedstawia ocenę wewnętrzną, niezależną od czynników zewnętrznych wiarygodności kredytowej danej instytucji finansowej.



## Kredyt Bank (Trzymaj)

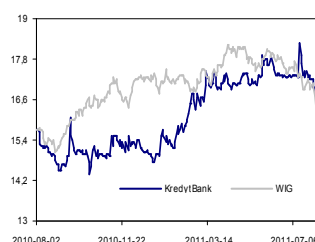
Cena bieżąca: 16,4 PLN    Cena docelowa: 17 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-06-03

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	1 061,2	1 127,8	6,3%	1 222,2	8,4%	1 312,5	7,4%	Liczba akcji (mln)	271,7
Marża odsetkowa	2,7%	2,7%		2,7%		2,7%		MC (cena bieżąca)	4 455,2
WNDB	1 530,4	1 588,4	3,8%	1 712,8	7,8%	1 834,9	7,1%	Free float	19,7%
Wynik operacyjny*	848,1	703,5	-17,1%	775,5	10,2%	841,9	8,6%		
Zysk brutto	46,7	234,7	403,0%	414,8	76,7%	550,5	32,7%		
Zysk netto	34,6	185,9	438,0%	331,8	78,5%	440,4	32,7%		
ROE	1,3%	6,9%		11,1%		13,0%		Zmiana ceny: 1m	-5,4%
P/E	128,9	24,0		13,4		10,1		Zmiana ceny: 6m	3,2%
P/BV	1,7	1,6		1,4		1,2		Zmiana ceny: 12m	7,3%
DPS	0,0	0,0		0,4		0,0		Max (52 tyg.)	18,3
Dywid (%)	0,0	0,0		2,3		0,0		Min (52 tyg.)	14,4

\* przed kosztami rezerw



Chociaż uważamy, że nasza całoroczna prognoza zysku netto na poziomie 332 mln PLN (bez jednorazowego zysku z 1Q 2011) jest nadal realistyczna, w naszej opinii jednak to nie średnioterminowa perspektywa rentowości Kredyt Banku będzie głównym determinantem kursu akcji. Po tym jak KBC zadeklarowało chęć sprzedaży aktywów w Polsce, a Komisja Europejska się na to zgodziła uważamy, że kurs akcji, implikujący 2011 P/BV na poziomie 1,4x, będzie się broził na obecnych poziomach. Z drugiej strony wskazujemy na fakt, że aż 20% aktywów (9,3 mld PLN na koniec 1Q 2011) banku jest finansowane bezpośrednio przez KBC. Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj na walory Kredyt Banku.

### KE zgodziła się na sprzedaż Kredyt Banku i Warty

Grupa KBC otrzymała zgodę Komisji Europejskiej na wprowadzenie zmian do planu strategicznego z 2009 roku. Polegają one na zamianie planowanej oferty publicznej mniejszościowego pakietu akcji czeskiego banku CSOB i węgierskiego banku K&H oraz sprzedaży i leasingu zwrotnego biur centrali KBC w Belgii, na sprzedaż polskich spółek zależnych - bankowej i ubezpieczeniowej - Kredyt Banku i Warty, a także na sprzedaż lub wcześniejsze umorzenie instrumentów finansowych takich jak ABS i CDO. Prezes KBC, Jan Vanhevel, powiedział, że rozpoczną się dwa oddzielne procesy sprzedaży – dla Kredyt Banku i dla Warty. Podkreślił, że ma nadzieję na pomyślne zakończenie transakcji pod szybkości procesu, ceny i ogólnej atrakcyjności transakcji zarówno dla obu stron. Ponadto dodał, że KBC już otrzymała spontaniczne sygnały świadczące o zainteresowaniu każdą z firm. Zgoda Komisji Europejskiej była zgodna z naszymi oczekiwaniami, chociaż została wydana wcześniej niż się spodziewaliśmy. Przy obecnej cenie Kredyt Bank jest wyceniany na wskaźniku 2011 P/BV na poziomie 1,41x (13% poniżej średniej dla spółek porównywalnych) przy rentowności kapitałów własnych na poziomie 11,1% (względem średniej dla sektora 15,1%). Mając na uwadze znaczną skalę wsparcia finansowego udzielonego Kredyt Bankowi przez KBC (9,3 mld PLN na koniec 1Q 2011, równowartość 20% aktywów banku), sądzimy, że potencjalny kupiec będzie niechętny zapłacić premię do obecnego kursu rynkowego Kredyt Banku.

### Intensa nie zainteresowany Kredyt Bankiem

Wiceprezes włoskiego Intensa Sanpaolo, Corrado Passera, powiedział, że jego bank nie jest zainteresowany zakupem Kredyt Banku. Intensa Sanpaolo był wymieniany jako jeden z podmiotów zainteresowany przejęciem aktywów bankowych w Polsce.

### Portfel kredytowy wzrósł w 2Q 2011 – Prezes

Prezes Kredyt Banku, Maciej Bardan, poinformował w wywiadzie dla PAP, że saldo kredytów w banku wzrosło Q/Q na koniec 2Q 2011. Na koniec 1Q 2011 portfel kredytów netto wyniósł 27 953 mln PLN, wzrastając o 2,5% Q/Q oraz o 11,1% R/R.

### Fitch umieścił rating banku na liście obserwacyjnej

Agencja Fitch umieściła długoterminowy rating IDR Kredyt Banku na liście obserwacyjnej ze względu na możliwą sprzedaż 80% udziału w banku przez KBC. Długoterminowy rating IDR Kredyt Banku to obecnie "A-". Agencja bierze pod uwagę możliwość podniesienia ratingu banku w przypadku przejścia go przez podmiot o wyższym ratingu niż KBC ("A" z perspektywą stabilną). Odwrotna sytuacja będzie miała miejsce, jeśli zostanie on sprzedany słabszemu podmiotowi.

Fitch umieścił także rating wsparcia Kredyt Banku ("1") na liście obserwacyjnej ze wskazaniem negatywnym, na co wpływ ma możliwość obniżenia ratingu banku, w przypadku jego zakupu przez podmiot o niższym ratingu niż KBC. Jeśli spółka trafi do silniejszego niż KBC podmiotu



lub nie zostanie sprzedana, wówczas dotychczasowy rating Kredyt Banku zostanie potwierdzony.

Zdaniem Agencji istnieje bardzo wysokie prawdopodobieństwo wspierania banku przez dotychczasowego właściciela do momentu faktycznej sprzedaży spółki. Fitch nie spodziewa się, żeby dojście do skutku sprzedaży Kredyt Banku wpłynęło w znacznym stopniu na indywidualny rating spółki.

### **S&P utrzymał rating dla Kredyt Banku**

Analitycy agencji S&P potwierdzili rating Kredyt Banku na poziomie "BBBpi".



## Millennium (Redukuj)

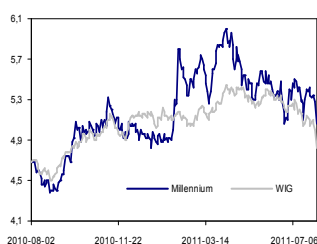
Cena bieżąca: 5,05 PLN    Cena docelowa: 5 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-03

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	691,1	1 009,8	46,1%	1 159,8	14,9%	1 344,4	15,9%	Liczba akcji (mln)	1 213,1
Marża odsetkowa	1,5%	2,2%		2,4%		2,5%		MC (cena bieżąca)	6 126,2
WNDB	1 434,2	1 714,3	19,5%	1 923,1	12,2%	2 145,9	11,6%	Free float	34,5%
Wynik operacyjny*	431,0	633,0	46,9%	779,0	23,1%	929,9	19,4%		
Zysk brutto	1,9	407,8		559,2	37,1%	752,2	34,5%		
Zysk netto	1,5	326,0		447,4	37,3%	601,8	34,5%		
ROE	0,1%	9,5%		10,5%		13,0%		Zmiana ceny: 1m	-7,3%
P/E	2 868,5	18,8		13,7		10,2		Zmiana ceny: 6m	-12,8%
P/BV	1,5	1,5		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m	8,1%
DPS	0,0	0,0		0,1		0,1		Max (52 tyg.)	6,0
Dywid (%)	0,0	0,0		2,0		2,9		Min (52 tyg.)	4,4

\* przed kosztami rezerw



Chociaż Millennium zaraportowało wzrost zysku netto w 2Q 2011 o 14% Q/Q do 115 mln PLN (zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi) dzięki silnemu przyrostowi wyniku odsetkowego (+10% Q/Q), ważniejsza okazała się informacja, że BCP nie uważa już rynku polskiego jako kluczowego, a więc w konsekwencji rozważa sprzedaż Millennium. Zwracamy uwagę, że Millennium jest wyceniane na wskaźniku 2011 P/BV na poziomie 1,4x, czyli na równi z Kredyt Bankiem (jednocześnie przy porównywalnej oczekiwanej rentowności na kapitale własnym w 2011), mimo że jest niezależne finansowo od swojej spółki-matki, BCP. W naszej opinii, Millennium zasługuje na relatywną premię względem wyceny Kredyt Banku. Podtrzymujemy rekomendację redukcji.

### BCP zamierza sprzedać Millennium

BCP opublikowało swoją zaktualizowaną strategię. W ramach nowej strategii, tylko Portugalia, Angola i Mozambik zostały określone jako kluczowe aktywa (core assets). Spółki zależne w Polsce, Grecji i Rumuni nie zostały wymienione w tej grupie. Odnosnie polskiego Millennium, BCP wskazał już doradców, którzy mają pomagać przy procesie sprzedaży.

### Zysk za 2Q 2011 na poziomie 115 mln PLN, zgodny z oczekiwaniami rynkowymi

Millennium zaraportowało wyniki za 2Q 2011 z zyskiem netto na poziomie 115 mln PLN (+14% Q/Q oraz +66% R/R). Wynik netto okazał się zgodny z oczekiwaniami rynkowymi (115 mln PLN), ale 14% niższy od naszych oczekiwań (133 mln PLN). W naszych prognozach zakładaliśmy, że pozytywna wycena swapów walutowych przez wynik handlowy wyniesie 11 mln PLN (względem negatywnej w 1Q 2011 na poziomie 17 mln PLN), podczas gdy ich wpływ na wynik handlowy był bliski neutralnego. Pozostałe linie rachunku wyników były zgodne z naszymi oczekiwaniami.

Kredyty wykazały silny wzrost o 6% Q/Q. Głównym powodem wzrostu były osłabienie się PLN względem CHF. Millennium poinformowało, że przy neutralnym wpływie kursu walutowego kredyty wzrosłyby o 3% Q/Q. Największą dynamikę przyrostu osiągnęły kredyty korporacyjne, +9% Q/Q. Depozyty również były silnie zwiększając się o 4% Q/Q. Zgodnie z oczekiwaniami wynik odsetkowy (łącznie ze swapami) był bardzo mocny wzrastając o 10% Q/Q do 301 mln PLN. Wynik odsetkowy poprawił się zarówno w związku z przyrostem bilansu, jak i z powodu rozszerzenia się marży odsetkowej o 20pb. Q/Q do 2,55%. Jest to konsekwencja zareagowania z opóźnieniem na rosnące stopy procentowe jakie miało miejsce w 1Q 2011. Wynik prowizyjny obniżył się o 4% Q/Q do 144 mln PLN (lub -6 mln PLN Q/Q). Spadek wyniku nie wynikał jednak z niższych przychodów z tytułu ubezpieczeń, ale głównie z wyższych pozostałych kosztów prowizyjnych, w których są ujmowane koszty prowizyjne związane z ofertą Dobre Konto (klient dostaje 3% zwrotu za zakupy w sklepach spożywczych, w supermarketach i na stajach paliw, za które zapłacono kartą kredytową Dobre Konto). Koszty operacyjne wzrosły o 3% Q/Q, czyli w wolniejszym tempie niż przychody ogółem (8% Q/Q). Głównym obszarem wzrostu kosztów były wydatki administracyjne (+7% Q/Q). Wskaźnik koszty/dochodów poprawił się o 264pb. Q/Q do 59,5%. Saldo rezerw wzrosło o 19% Q/Q do 44 mln PLN. Koszt ryzyka ukształtował się na poziomie 47pb., +6pb. Q/Q. Podczas gdy rezerwy na segment detaliczny były stabilne Q/Q, rezerwy na segment korporacyjny wzrosły o 49% Q/Q do 22 mln PLN.

### Millennium oczekuje stabilizacji marży odsetkowej na poziomie 2,5% -2,6%

Zarząd Millennium poinformował, że spodziewa się stabilizacji marży odsetkowej w 2H 2011 na poziomie 2,5-2,6% względem 2,6% osiągniętych w 2Q 2011. Po 1H marża odsetkowa na aktywach odsetkowych wyniosła 2,4%. W naszych prognozach całorocznych na 2011 zakładamy marżę na poziomie 2,4%.

**Koszt ryzyka w 2H 2011 poniżej 50pb. – Zarząd**

Zarząd Millennium poinformował, że spodziewa się kosztu ryzyka w 2H 2011 poniżej poziomu 50pb. względem 43pb. osiągniętych w 1H 2011. W naszej prognozie całorocznej na 2011 zakładamy koszt ryzyka na poziomie 57pb.

**Zmiany w Zarządzie banku**

Millennium poinformował, że z dniem 22 lipca Antonio Pinto Junior zrezygnował z funkcji Członka Zarządu banku z powodów osobistych. Jednocześnie, Rada Nadzorcza wybrała Marię Jose Campos na funkcję Członka Zarządu obecnej kadencji.



## Pekao (Trzymaj)

Cena bieżąca: 149 PLN    Cena docelowa: 148,2 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-03

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	3 802,3	4 103,7	7,9%	4 570,6	11,4%	4 886,7	6,9%	Liczba akcji (mln)	262,4
Marża odsetkowa	2,9%	3,1%		3,2%		3,2%		MC (cena bieżąca)	39 091,7
WNDB	7 062,5	7 191,2	1,8%	7 901,1	9,9%	8 431,6	6,7%	Free float	40,8%
Wynik operacyjny*	3 467,0	3 550,2	2,4%	4 222,6	18,9%	4 602,4	9,0%		
Zysk brutto	2 997,5	3 101,5	3,5%	3 812,1	22,9%	4 276,9	12,2%		
Zysk netto	2 411,7	2 525,2	4,7%	3 079,1	21,9%	3 457,4	12,3%		
ROE	14,1%	13,1%		14,9%		16,1%		Zmiana ceny: 1m	-10,5%
P/E	16,2	15,5		12,7		11,3		Zmiana ceny: 6m	-12,9%
P/BV	2,1	1,9		1,9		1,8		Zmiana ceny: 12m	-11,8%
DPS	0,0	2,9		6,8		10,0		Max (52 tyg.)	196,5
Dywid (%)	0,0	1,9		4,6		6,7		Min (52 tyg.)	149,0

\* przed kosztami rezerw



**Pekao zaraportowało mocne wyniki za 2Q 2011, przede wszystkim na ożywieniu akcji kredytowej. Chociaż wolumeny kredytów przyspieszyły, bank nadal utrzymuje bardzo wysoki współczynnik wypłacalności (18,4%). Oznacza to, że bank dysponuje obecnie 6-8 mld PLN nadwyżki kapitałowej (przy współczynniku wypłacalności między 10%-12%). Uważamy, że przy nasilającej się aktywności M&A w polskim sektorze bankowym (obecnie nawet cztery banki są wystawione na sprzedaż: Millennium, Kredyt Bank, DZ Bank oraz DnB Nord), Pekao może odebrać kluczową rolę jako konsolidator rynku. Pozwoliłoby to na bardziej efektywną alokację kapitału banku, a przez to kreację wartości dla akcjonariuszy. Sądymy, że potencjalne problemy spółki-matki, UniCredit, nie powinny wpłynąć na decyzyjność kadry kierowniczej spółki w Polsce. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.**

### Zysk netto zgodny z oczekiwaniami, ale dobrej jakości

Pekao zaraportowało mocne wyniki za 2Q 2011 z zyskiem netto na poziomie 714 mln PLN (+10% Q/Q oraz +15% R/R). Wyniki okazały się nieznacznie lepsze niż nasze oczekiwania (3% powyżej oczekiwanych 692 mln PLN) oraz konsensus rynkowy (4% powyżej oczekiwanych 686 mln PLN). Pozytywnie zaskoczyły przede wszystkim przychody z działalności podstawowej, czyli zarówno wynik odsetkowy jak i wynik prowizyjny. Z drugiej strony, rozczarowujący okazał się wynik z działalności handlowej.

Kredyty przyrosły o 3% Q/Q, co uważamy za bardzo dobry wynik. Za ten wzrost odpowiada przede wszystkim segment detaliczny, który odnotował dynamikę na poziomie 5% Q/Q. Kredyty korporacyjne wzrosły o 1% Q/Q. Chociaż depozyty były na stabilnym poziomie Q/Q, wskaźnik płynności bilansu kredyty/depozytów pozostaje na relatywnie niskim, bezpiecznym poziomie 87,0% (+283pb. Q/Q).

Pekao zaraportował silny wzrost wyniku odsetkowego o 6% Q/Q do 1 125 mln PLN. Wynikał on ze znacznej poprawy marży odsetkowej, +23pb. Q/Q do 3,4%. Poprawiła się nie tylko marża na pasywach odsetkowych (+10pb. Q/Q), ale również marża na aktywach odsetkowych (+10pb. Q/Q). Uważamy, że pierwsza poprawiła się na konto wzrostu stóp procentowych w 2Q 2011, podczas gdy druga to opóźniona reakcja na wzrost stóp procentowych w 1Q 2011. Wynik prowizyjny również był silny wzrastając o 8% Q/Q. Powodem pozytywnego zaskoczenia były przychody prowizyjne związane z akcją kredytową, wzrosły aż o 24% Q/Q, oraz silny wynik na kartach kredytowych, +9% Q/Q. Wynik handlowy był słaby spadając o 12% Q/Q do 129 mln PLN, do najniższego poziomu od 1Q 2008. Głównym powodem tak silnego spadku były znacznie niższe punkty swapowe, wyniosły tylko 4 mln PLN względem 21 mln PLN w 1Q 2011 oraz 37 mln PLN w 2Q 2010. Koszty operacyjne wzrosły o 3% Q/Q do 928 mln PLN, czyli w wolniejszym tempie niż przyrost przychodów ogółem (+6% Q/Q). Wynikał on z wyższych o 6% Q/Q kosztów administracyjnych (efekt niskiej bazy). Saldo rezerw pozostało na niezmiennym Q/Q poziomie 135 mln PLN. Oznacza to, że koszt ryzyka wyniósł 65pb. Pekao odnotowało poprawę wskaźnika udziału kredytów z utartą wartością o 10pb. Q/Q do 6,6% oraz stabilizację Q/Q wskaźnika pokrycia na poziomie 76,0%. Pekao utrzymuje bardzo wysoki współczynnik wypłacalności. Na koniec 2Q 2011 wyniósł on 18,4%, -12pb. Q/Q.

### Lovaglio zatwierdzony przez KNF na Prezesa

Pekao poinformowało, że KNF wyraził zgodę na powołanie Luigi Lovaglio na Prezesa banku. Od kwietnia 2011 Lovaglio pełnił obowiązki Prezesa banku, po ustąpieniu ze stanowiska Alicji Kornasiewicz. Informacja neutralna.



## PKO BP (Kupuj)

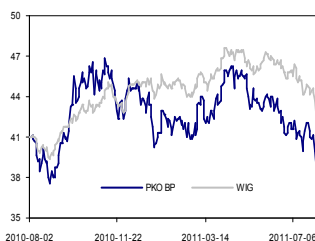
Cena bieżąca: 38,25 PLN Cena docelowa: 49 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-23

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	5 051,2	6 516,2	29,0%	7 220,3	10,8%	8 128,4	12,6%	Liczba akcji (mln)	1 250,0
Marża odsetkowa	3,5%	4,0%		4,1%		4,2%		MC (cena bieżąca)	47 812,5
WNDB	8 607,0	10 021,9	16,4%	10 879,9	8,6%	11 949,3	9,8%	Free float	48,8%
Wynik operacyjny*	4 624,0	5 948,4	28,6%	6 600,3	11,0%	7 362,3	11,5%		
Zysk brutto	2 943,3	4 079,2	38,6%	4 949,8	21,3%	5 869,4	18,6%		
Zysk netto	2 305,5	3 216,9	39,5%	3 964,6	23,2%	4 700,9	18,6%		
ROE	13,4%	15,4%		17,6%		18,7%		Zmiana ceny: 1m	-8,1%
P/E	20,7	14,9		12,1		10,2		Zmiana ceny: 6m	-9,6%
P/BV	2,3	2,2		2,0		1,8		Zmiana ceny: 12m	-6,5%
DPS	1,0	1,9		2,0		1,6		Max (52 tyg.)	46,8
Dywid (%)	2,6	5,0		5,2		4,1		Min (52 tyg.)	37,5

\* przed kosztami rezerw



Pod presją nadchodzącej oferty PKO BP jest nadal notowany z dyskontem do sektora. Na naszej prognozie zysku netto na 2011 na poziomie 4,0 mld PLN bank jest wyceniany na wskaźniku P/E na 12,1x, 12% poniżej średniej dla spółek porównywalnych, pomimo tego, że jako jedyny bank jest nadal notowany z dywidendą za 2010 (1,98 PLN na akcję, 5,2% stopa dywidendy). Ponieważ dywidenda odcina się w sierpniu, zalecamy kupowanie walorów PKO BP przed ofertą akcji, która ma się odbyć we wrześniu.

### Do 15% kapitału ma być zaoferowane w ofercie publicznej

PKO BP poinformowało, że w ramach oferty publicznej banku, która jest planowana pod koniec 3Q 2011, zostanie sprzedanych maksymalnie 190,602,731 akcji banku, czyli do 15,25% kapitału banku. BGK zamierza sprzedać wszystkie posiadane akcje (128,1 mln akcji, 10,25%). Skarb Państwa zaoferuje do 37,5 mln akcji banku (czyli 3% kapitału), a najpóźniej w dniu ustalenia ceny sprzedaży może zdecydować o zaoferowaniu dodatkowo 25,0 mln akcji (czyli 2% kapitału). Oferta publiczna wyniesie między 6,3– 7,3 mld PLN. Oznacza to, że będzie znacznie mniejsza niż spekulował rynek, zakładając sprzedaż 26% kapitału banku (12,4 mld PLN). W konsekwencji, udział Skarbu Państwa (łącznie bezpośredni i pośredni) obniży się z obecnego 51,2% do 36-38%. Przypominamy, że w ramach średnioterminowego planu prywatyzacyjnego państwa, udział Skarbu Państwa może obniżyć się do 25%+.

### PKO BP podchodzi oportunistycznie do procesu konsolidacji w polskim sektorze bankowym

Prezes PKO BP, Zbigniew Jagiełło, powiedział w wywiadzie w TVN CNBC, że bank podchodzi oportunistycznie do kwestii przejęć na rynku polskim. PKO BP może wziąć udział w przejęciach, ponieważ jest dobrze skapitalizowany. Na koniec dodał, że Kredyt Bank może być atrakcyjnym aktywem do przejęcia pod warunkiem atrakcyjnej ceny. PKO BP utrzymuje współczynnik wypłacalności i współczynnik kapitałów własnych na bezpiecznym, relatywnie wysokim poziomie, odpowiednio 13,4% i 12,3% na koniec 1Q 2011. Szacujemy, że nadwyżka kapitałowa PKO BP (współczynnik kapitałów własnych na poziomie 10%) wynosi ok. 2,3 mld PLN. W konsekwencji uważamy, że bank mógłby potencjalnie wziąć udział w konsolidacji polskiego sektora bankowego. Niemniej jednak, naszym bazowym scenariuszem dla PKO BP jest koncentracja na swojej obecnej działalności na rynku polskim.

### PKO BP sprzedaje w 2H11 kolejny portfel wierzytelności detalicznych

Dyrektor Zarządzający PKO BP, Andrzej Kołatkowski, powiedział w wywiadzie dla PAP, że w 2011 bank planuje wystawić na sprzedaż kolejne wierzytelności detaliczne. Sprzedażą objęte będą wymagalne wierzytelności zaklasyfikowane do kategorii *stracone*, głównie *consumer finance*. Sprzedaż portfeli wierzytelności jest elementem zwyczajowego procesu zarządzania wierzytelnościami w banku. W czerwcu 2011 PKO BP sprzedał do Kruka portfel wierzytelności detalicznych o nominalnej wartości 541,5 mln PLN. W 2010 PKO BP dokonał przynajmniej dwóch transakcji sprzedaży detalicznych kredytów z utratą wartości, w 2Q (ok. 350 mln PLN) oraz 4Q (ok. 250 mln PLN). W przypadku PKO BP, w krótkim terminie sprzedaż portfela wierzytelności może wiązać się z potrzebą jego dorezerwowania przez rachunek wyników (bank nie informował w przeszłości o skali takiego dorezerwowania). W średnim i długim terminie, bank uwalnia kapitał i może się skupić na bieżącej działalności bankowej.

### PKO BP otworzył 282 tys. nowych kont osobistych

PKO BP poinformował, że od połowy marca (od momentu rozpoczęcia kampanii nowych rachunków rozliczeniowo-osobistych) bank otworzył 282,3 tys. nowych kont. 52% tych rachunków zostało otworzonych przez nowych klientów dla banku. Pod koniec maja, bank informował, że otworzył 134,8 tys. takich kont.

### **PKO BP przeszedł pozytywnie europejskie stress testy**

PKO BP jako jedyny polski bank uczestniczący w europejskich stress testach przeszedł je pozytywnie. Zgodnie z wynikami testów realizacja scenariusza niekorzystnego spowodowałaby wzrost skonsolidowanego współczynnika wypłacalności dla funduszy typu *Core Tier 1* PKO BP do poziomu 12,2% na koniec 2012 wobec poziomu 11,8% według stanu na koniec 2010 (z uwzględnieniem zysku zatrzymanego za 2010).

Scenariusz bazowy przyjęty w testach był oparty o prognozy gospodarcze Komisji Europejskiej z jesieni 2010, a scenariusz niekorzystny zakładał wystąpienie w latach 2011-2012 roku serii szoków wewnątrz Unii Europejskiej (związanych m.in. z trwającym kryzysem zadłużenia rządowego państw strefy euro), światowego negatywnego szoku popytowego, którego źródłem byłyby Stany Zjednoczone, oraz deprecjacji dolara amerykańskiego wobec wszystkich walut.

W stress testach uczestniczyło 91 banków, które reprezentują 65% aktywów europejskiego sektora bankowego. Osiem banków (jeden austriacki - Oesterreichische Volksbanken AG, dwa greckie - EFG Eurobank Ergasias SA i Agricultural Bank of Greece SA oraz pięć hiszpańskich - Banco Pastor SA, Caja de Ahorros del Mediterraneo, Banco Grupo Caja3, CatalunyaCaixa i Unnim) nie przeszło testów pozytywnie, ponieważ ich współczynnik *Core Tier 1* w scenariuszu niekorzystnym spadł poniżej 5% na koniec 2012. EBA (Europejski Nadzór Bankowy) oszacowała, że łącznie te banki potrzebują 2,5 mld EUR. Dodatkowo, EBA zaznaczyła, że kolejnych 16 banków zaliczyło testy z trudem, gdyż ich współczynnik *Core Tier 1* znalazł się w przedziale 5%-6%.

## Ubezpieczyciele



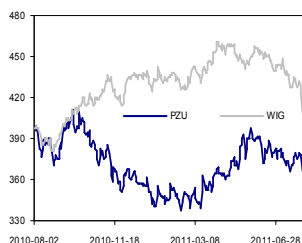
### PZU (Trzymaj)

Cena bieżąca: 366 PLN      Cena docelowa: 390 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
majątkow a	8 023,7	8 031,9	0,1%	8 360,6	4,1%	8 798,1	5,2%	MC (cena bieżąca)	31 604,9
życiow a	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	-4,1%
P/E	8,4	13,0		12,7		11,6		Zmiana ceny: 6m	3,7%
P/BV	2,8	2,5		2,2		2,1		Zmiana ceny: 12m	-7,9%
DPS	0,0	158,6		26,0		17,3		Max (52 tyg.)	411,0
Dyielid (%)	0,0	43,3		7,1		4,7		Min (52 tyg.)	337,5



Oczekujemy, że PZU zaraportuje mocne wyniki za 2Q 2011 z zyskiem netto na poziomie 762 mln PLN, +110% R/R, ale -4% Q/Q. Spodziewamy się przede wszystkim wysokiego wyniku na działalności lokacyjnej (655 mln PLN, +85% R/R oraz +38% Q/Q), dzięki silnemu wynikowi na obligacjach. Wynik na działalności ubezpieczeniowej będzie notował konsekwentnie dalszą poprawę R/R. W końcu zwracamy uwagę, że spółka jest nadal notowana z atrakcyjną dywidendą za 2010 na poziomie 26 PLN na akcję, co przekłada się na stopę dywidendy na poziomie 6,9%. Nasza obecna 9-miesięczna cena docelowa na poziomie 390 PLN implikuje silną rekomendację trzymaj.

## Usługi finansowe



## Kruk (Kupuj)

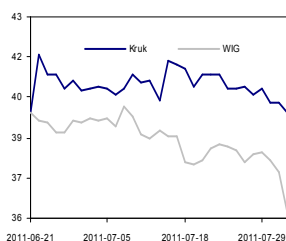
Cena bieżąca: 38,6 PLN

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 w wierzytelności	84,7	118,1	39,4%	213,6	81,0%	287,7	34,7%	MC (cena bieżąca)	652,4
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	-2,0%
P/E	26,0	16,4		10,5		9,0		Zmiana ceny: 6m	
P/BV	6,1	4,5		2,7		2,1		Zmiana ceny: 12m	
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	41,7
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	39,7



**Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj na walory Kruka oraz naszą 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 53,0 PLN. Na naszej prognozie zysku netto na 2011 na poziomie 62 mln PLN (+71% R/R), spółka jest wyceniana na wskaźniku P/E 10,5x, co oznacza 19% dyskonta do graczy zagranicznych. Uważamy, że nadchodzące wyniki za 2Q 2011 mogą być pozytywnym katalizatorem dla kursu akcji Kruka. Oczekujemy, że w 2Q 2011 spółka zaraportuje mocny wynik netto na poziomie 20,2 mln PLN, +44% Q/Q, dzięki utrzymującej się bardzo dobrej spłacalności na nabytych portfelach.**

#### Podpisanie umowy zakupu pakietu wierzytelności w Rumunii

Kruk poinformował, że w dniu 30 czerwca nabył pakiet wierzytelności od Banca Comerciala Romana. Wartość nominalna pakietu wyniosła 251 mln RON (236 mln PLN), a cena nabycia 29 mln RON (27 mln PLN). Nabycie aktywów zostanie sfinansowane ze środków własnych w kwocie 10 mln RON (9,4 mln PLN) oraz w reszcie długiem. Cena nabycia kształtuje się na poziomie 11,5%. Kruk informował o wygranu przetargu na ten portfel wierzytelności w dniu 22 czerwca.

#### Kruk wyemitował 21 mln PLN obligacji

Kruk poinformował, że dokonał przydziału niezabezpieczonych obligacji. Emisja obligacji serii J1 wyniosła 10 mln PLN, a serii J2 wyniosła 11 mln PLN. W naszej opinii, część z pozyskanych środków (12,5 mln PLN) może zostać wykorzystana na spłatę wygasających obligacji, a reszta posłuży do sfinansowania bieżącej działalności spółki, zakupy portfeli wierzytelności.

#### Ostateczne rozliczenie zakupu portfela wierzytelności od PKO BP

Kruk poinformował, że ostateczna cena nabycia portfela wierzytelności detalicznych od PKO BP nie odbiega znacząco od tej zaoferowanej w dniu przetargu. Na dzień 28 lutego spółka zobowiązała się do zapłaty 100 mln PLN za portfel o wartości nominalnej 541 mln PLN. Korekta ceny miała być dokonana przy uwzględnieniu wpływów z tytułu częściowych wpłat, wierzytelności wycofanych lub usuniętych z portfela na zasadach określonych w umowie, które miały miejsce między dniem przetargu a dniem poprzedzającym dzień przeniesienia wierzytelności.

#### Kruk zwołuje NWZA

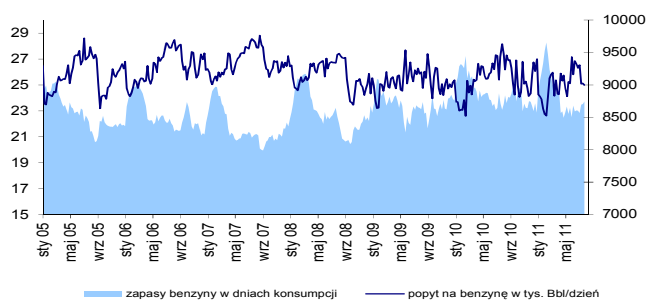
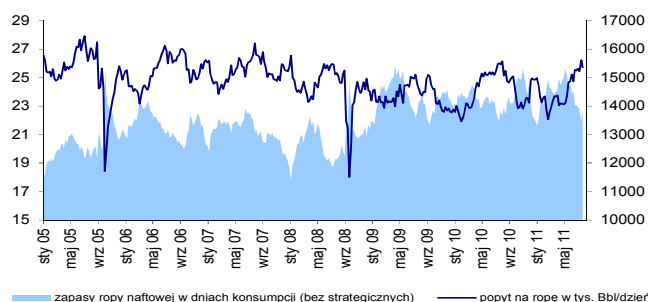
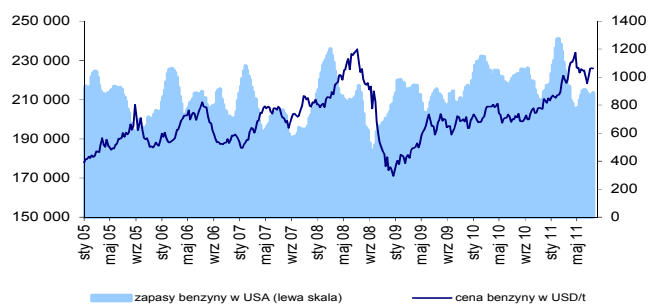
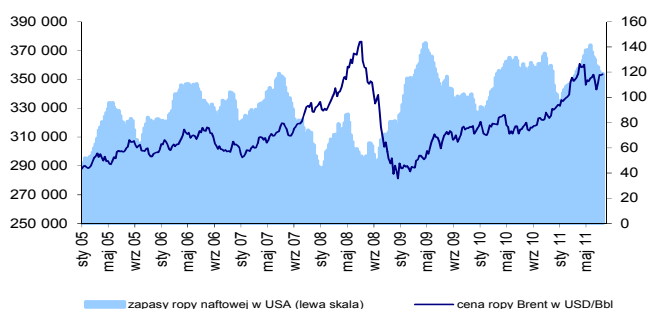
Kruk zwołał Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy na 29 sierpnia. Celem Walnego jest wprowadzenie zmian zasad przeprowadzania przez spółkę programu motywacyjnego na lata 2011-2014. Zwracamy uwagę, że zmiany w programie dotyczą się przede wszystkim doprecyzowania trybu w jakim następuje przyznanie programu między Radą Nadzorczą, Walnym Zgromadzeniem oraz Prezesem Piotrem Krupą. Zasady przyznania programu pozostają bez zmian, czyli spółka musi osiągnąć w danym roku obrotowym 1) wzrost zysku netto na akcję o co najmniej 17,5% oraz 2) wzrostu EBITDA o co najmniej 17,5% lub ROE na poziomie co najmniej 20%. Nasze prognozy implikują, że program zostanie spełniony w 2011 i 2012 roku.

## Paliwa, chemia

### Kolejny słaby miesiąc na rynku paliw

Zapasy ropy w USA spadły w lipcu o 5,4 mln baryłek, głównie dzięki zwiększeniu przerobu w rafineriach, które podwyższyły wskaźnik wykorzystania mocy z 87,7% do 88,7%. Skala importu była bowiem znacznie większa niż w czerwcu (+7,8%). Pod koniec miesiąca relacje podaży i popytu na surowiec zaczęły się jednak pogarszać, gdyż słaby popyt na paliwa zmusił rafinerie do obniżenia produkcji. Konsumpcja benzyny średnio okazała się 2% niższa w ujęciu m/m (mimo szczytu sezonu transportowego) i miesięczne dynamiki w ujęciu rocznym zwiększyły się do -3,3%. Słabo wyglądał również rynek średnich destylatów gdzie popyt m/m spadł 3,1%, a w ujęciu r/r jest słabszy o 3,5%. W efekcie wyraźnie odbudowały się zapasy tego paliwa (+6,7%). Zatrzymany został również trend spadkowy na zapasach benzyny. W tym kontekście trudno o jakies optymistyczne estymacje dla marż rafineryjnych przy braku spadków cen ropy. Dodatkowo problemem jest wyraźny spadek dyferencjału.

### Zapasy ropy i benzyny w USA



Źródło: opracowanie DI BRE na podstawie Departamentu Energii



## Ciech (Kupuj)

Cena bieżąca: 17,5 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)	892,5
marża EBITDA	9,7%	9,6%		8,8%		10,4%		EV (cena bieżąca)	1 751,5
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		23,9		71,9		8,8		Zmiana ceny: 1m	-24,6%
P/CE	3,6	1,9		3,9		2,6		Zmiana ceny: 6m	-22,7%
P/BV	0,6	0,6		0,7		0,6		Zmiana ceny: 12m	-23,0%
EV/EBITDA	5,8	5,1		4,9		3,9		Max (52 tyg.)	29,5
Dywidenda (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	16,6



W ostatnim miesiącu kurs Ciechu spadł o 20%, co w naszej opinii mogło częściowo wynikać z rosnącą niepewnością na rynku (część inwestorów nadal traktuje Spółkę jako ekspozycję na ryzyko kredytowe, mimo obniżenia długu do bezpiecznego poziomu i wydłużenia duracji). Najbliższe wyniki kwartalne mogą być co prawda słabe na poziomie netto (efekt podatku od sprzedaży Fosforów), ale na poziomie operacyjnym nie powinny rozczarować, a obserwowane obecnie tendencje (podwyżki cen sody i mocne spadki cen surowców petrochemicznych) będą wspierać rezultaty w 2H. Obecnie Ciech jest wyceniany ze znacznym dyskontem do porównywalnych spółek zagranicznych, szczególnie na poziomie EV/EBITDA (15-25%), co w kontekście poprawy struktury bilansu nie znajduje w naszej opinii uzasadnienia. W tym kontekście utrzymujemy naszą rekomendację kupuj.

### Ciech poza krótką listą na ZCH Rudniki

MSP zdecydowało o wyborze inwestorów na krótką listę w prywatyzacji ZCH Rudniki. Ciech nie znalazł się w tej grupie. W naszej opinii jest to dobra informacja, gdyż oznacza że Ciech może przyspieszyć sprzedaż Vitrosilliconu. W przypadku akwizycji ZCH Rudniki Ciech planował połączenie tej spółki z posiadanymi aktywami krzemianowymi i jej upublicznienie.



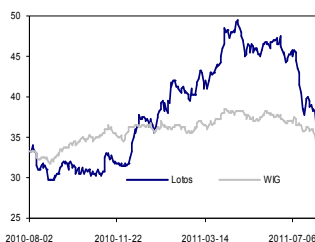
## Lotos (Sprzedaj)

Cena bieżąca: 36,09 PLN    Cena docelowa: 28,4 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	14 321,0	19 680,9	37,4%	25 514,4	29,6%	26 803,0	5,1%	Liczba akcji (mln)	129,9
EBITDA	704,6	1 155,8	64,0%	1 809,3	56,5%	2 109,9	16,6%	MC (cena bieżąca)	4 687,1
marża EBITDA	4,9%	5,9%		7,1%		7,9%		EV (cena bieżąca)	10 688,3
EBIT	419,8	769,1	83,2%	1 060,3	37,9%	1 310,9	23,6%	Free float	46,8%
Zysk netto	900,8	651,0	-27,7%	505,0	-22,4%	941,4	86,4%		
P/E	5,2	7,2		9,3		5,0		Zmiana ceny: 1m	-21,2%
P/CE	4,0	4,5		3,7		2,7		Zmiana ceny: 6m	-12,4%
P/BV	0,7	0,6		0,6		0,5		Zmiana ceny: 12m	6,8%
EV/EBITDA	14,3	9,2		5,9		4,8		Max (52 tyg.)	49,4
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	29,7



Lotos w lipcu zachowywał się znacznie gorzej od szerokiego rynku, co w naszej opinii ma swoje uzasadnienie w pogarszającym się otoczeniu makro w sektorze, które w coraz mniejszym stopniu jest neutralizowane przez wątpliwe nadzieje na premię w procesie prywatyzacyjnym. Mocny spadek dyferencjału Ural/Brent i brak wzrostów cen ropy nie napawają optymizmem na drugie półrocze, a obecnie przy większej nerwowości na rynku, część inwestorów obawia się o realizację znaczącej poprawy wyników po pełnym uruchomieniu wszystkich instalacji 10+. Wyniki 2Q powinny pokazać czy oczekiwania w tym zakresie nie są zbyt optymistyczne. Utrzymujemy negatywną rekomendację.

### Zmiany w statucie i przygotowanie gruntu pod zaliczkową dywidendę

W porządku obrad na najbliższe NWZA zwołane na 8 sierpnia znalazły się m.in. projekt uchwały dotyczącej zmian w statucie regulujących wypłatę zaliczki na poczet dywidendy, a także przesunięcie środków z kapitału zapasowego do rezerwowego, które mogą być przeznaczone na taką zaliczkę. Kapitały zapasowe Lotosu na koniec marca wynosiły 1,3 mld PLN. Według naszych szacunków zysk netto za 1H'2011 może przekroczyć 900 mln PLN, ale 655 mln PLN z tego pochodzić będzie z różnic kursowych, efektu LIFO i księgowego zysku na przejęciu Geonafty. Dług netto do kroczącego rocznego strumienia EBITDA na koniec czerwca sięgnie 3,0 (4,1 dla EBITDA LIFO). W tym kontekście pomysł wypłaty dywidendy uważamy za bardzo kontrowersyjny, tym bardziej że w tym roku Spółka zaczyna dopiero spłacać kredyt inwestycyjny. Pozostaje pytanie czy banki kredytujące zgodzą się w takim otoczeniu na wypłatę dywidendy.

### MOL zainteresowany Lotosem?

Według ostatnich wypowiedzi Członków Zarządu MOL-a, węgierski koncern szuka celów akwizycyjnych i nie wyklucza zainteresowania Lotosem. Według dotychczasowych doniesień prasowych MOL nie złożył oferty w trwającym procesie prywatyzacji. Wypowiedź trudno w tym kontekście traktować jako poważną deklarację. Podtrzymujemy opinię, iż z powodów politycznych nie dojdzie do pełnej prywatyzacji gdańskiego koncernu.



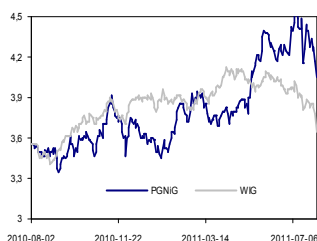
## PGNiG (Akumuluj)

Cena bieżąca: 4,05 PLN      Cena docelowa: 4,83 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2011-07-06

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	19 331,5	21 281,2	10,1%	23 212,4	9,1%	23 664,0	1,9%	Liczba akcji (mln)	5 900,0
EBITDA	2 871,1	4 411,4	53,6%	3 724,3	-15,6%	5 325,0	43,0%	MC (cena bieżąca)	23 895,0
marża EBITDA	14,9%	20,7%		16,0%		22,5%		EV (cena bieżąca)	26 625,3
EBIT	1 374,9	2 886,7	110,0%	2 087,5	-27,7%	3 268,4	56,6%	Free float	27,4%
Zysk netto	1 235,2	2 453,7	98,6%	1 713,7	-30,2%	2 303,1	34,4%		
P/E	19,3	9,7		13,9		10,4		Zmiana ceny: 1m	-8,0%
P/CE	8,7	6,0		7,1		5,5		Zmiana ceny: 6m	6,0%
P/BV	1,1	1,0		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	15,1%
EV/EBITDA	8,6	5,6		7,1		4,9		Max (52 tyg.)	4,6
Dywidenda (%)	0,6	0,6		3,0		2,9		Min (52 tyg.)	3,4



W poprzednich miesiącach kurs PGNiG zachowywał się słabiej wobec rosnących obaw o brak nowej taryfy i wysokość strat na handlu gazem w 4Q. Tymczasem decyzja URE okazała się pozytywnym zaskoczeniem i wraz z polityką hedgingową koncernu oraz dyskontem w kontrakcie jamalskim pozwoli na wyeliminowanie wspomnianego ryzyka krótkoterminowego. Inwestorzy mogą tym samym skupić się na ciekawych perspektywach w obszarze wydobywczym. Obok uruchamianej produkcji w Norwegii oraz testowego wydobycia w Pakistanie, coraz bliższa staje się perspektywa uruchomienia kopalni ropy w Polsce. Spółka będzie też głównym beneficjentem inwestycji poszukiwawczych na licencjach łupkowych (w pierwszej kolejności spółki serwisowe). Uwzględniając te czynniki podtrzymujemy naszą rekomendację akumuluj.

### Postępowanie w UOKiK

UOKiK wszczął postępowanie antymonopolowe wobec PGNiG, gdyż analiza umów z dużymi odbiorcami wykazała, że zapisy dotyczące wypowiedzenia kompleksowej umowy na dostawę gazu mogą utrudniać zmianę dostawcy. Chodzi o to, że w przypadku wypowiedzenia umowy po 30 września ulega ona rozwiązaniu dopiero z końcem kolejnego roku. PGNiG tłumaczy te zapisy kodeksem sieciowym i instrukcjami ruchu stosowanymi przez GazSystem, który wymaga od Spółki deklaracji dotyczącej przesyłu gazu na cały przyszły rok właśnie do 30 września. W tym kontekście trudno winić PGNiG za niedopasowanie przepisów i instrukcji eksploatacji sieci przesyłowej do koncepcji zliberalizowanego rynku gazu. W związku z tym nie spodziewamy się żadnych sankcji ze strony UOKiK-u.

### Zwiększenie programu emisji obligacji

PGNiG zdecydowało o zwiększeniu skali programu emisji obligacji krajowych z 3 mld PLN do 5 mld PLN jednocześnie wydłużając o 2 lata okres jego trwania (do 2015 roku). Według prasowych spekulacji ma to związek z planowanym złożeniem wiążącej oferty na warszawskie elektrociepłownie należące do Vattenfalla.

### PGNiG złoży ofertę na Vattenfalla?

Według doniesień agencji wiążące oferty na aktywa Vattenfalla złożą Dalkia i PGNiG. W naszej opinii po zakupie SPEC przez koncern Dalkia, akwizycja elektrociepłowni warszawskich przez PGNiG wydaje się już znacznie mniej atrakcyjnym posunięciem, gdyż komplikuje to przyszłe procesy inwestycyjne w nowe bloki gazowe (kwestia gwarancji odbioru ciepła). Dalkia jest bardzo zdeterminowana w swoich celach akwizycyjnych o czym świadczy wysoka cena zapłacona za dystrybutora ciepła (nawet do 10 EV/EBITDA za aktywa regulowane, które powinny być raczej wyceniane po BV, czyli na około 1 mld PLN a nie 1,7 mld PLN). Nie wydaje się uzasadnione w naszej opinii aby PGNiG w rywalizacji o Vattenfalla proponowało podobną premię jak Dalkia. Udział w tym procesie traktujemy więc raczej jako ryzyko przeplacenia w transakcji.

### Dane operacyjne za 2Q

PGNiG poinformowało, że w 2Q wolumen wydobycia gazu wyniósł 1 mld m<sup>3</sup> (około +3,5% r/r), a sprzedaży 2,8 mld m<sup>3</sup> (+2,5% r/r). Wolumen sprzedaży ropy naftowej spadł natomiast r/r o 8%. Dane dotyczące wydobycia gazu są zgodne z oczekiwaniami, a wzrost r/r można tłumaczyć włączeniem nowych mniejszych odwiertów do eksploatacji oraz zwiększaniem wykorzystania mocy odazotowni Grodzisk. Negatywnym zaskoczeniem jest natomiast spadek wolumenu wydobycia ropy, który prawdopodobnie jest konsekwencją dłuższego niż zakładaliśmy standardowego przestoju w kopalni Dębno (ubytek 20 mln PLN przychodów).

### Duża konkurencja w przetargu na moce przesyłowe w Lasowie

Według doniesień prasowych Gaz-System otrzymał 24 oferty w przetargu na zamówienie mocy

przesyłowej na budowanym interkonektorze w Lasowie na granicy z Niemcami, którego przepustowość ma sięgnąć 0,5-0,6 mld m<sup>3</sup> począwszy od 2012 roku. Podobno również polskie firmy chemiczne są zainteresowane zabezpieczeniem sobie mocy na tym gazociągu licząc na tańsze dostawy z zagranicy. W naszej opinii w obecnym systemie taryfowym i relacjach cenowych na rynku polskim i niemieckim nie ma możliwości sprowadzenia tańszego gazu niż cena ustalona w taryfie hurtowej przez URE. Obecna cena taryfowa wynosi 1107 PLN/tys. m<sup>3</sup> (400 USD) podczas gdy cena gazu rosyjskiego przekracza obecnie 450 USD/tys. m<sup>3</sup>. Oczywiście można trafić okazje spotowe na którymś z niemieckich hubów, ale aby je wykorzystać trzeba mieć zabezpieczone moce przesyłowe w niemieckim systemie gazociągów (na granicy dostępny jest tylko gaz rosyjski). Na razie takie przepustowości wśród polskich firm ma zarezerwowane tylko PGNiG. Polskie spółki chemiczne nie mają poza tym doświadczenia na rynku gazowym i miałyby naszym zdaniem trudności w zbudowaniu odpowiedniego portfela dostaw. Na realne zmiany w sektorze trzeba poczekać do procesu liberalizacji, który uruchomiłby prawdziwą konkurencję. Przypominamy, że taki scenariusz mimo perspektywy utraty części rynku będzie pozytywny dla PGNiG, gdyż dzisiaj Spółka ponosi straty na gazie importowanym i dotuje odbiorców własnym wydobyciem.



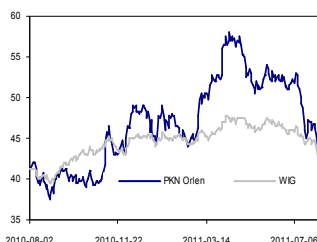
## PKN Orlen (Redukuj)

Cena bieżąca: 43,35 PLN    Cena docelowa: 41,6 PLN

Analityk: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2011-08-04

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	67 928,0	83 547,4	23,0%	99 520,8	19,1%	96 665,0	-2,9%	Liczba akcji (mln)	427,7
EBITDA	3 665,0	5 545,7	51,3%	4 847,5	-12,6%	4 933,3	1,8%	MC (cena bieżąca)	18 541,2
marża EBITDA	5,4%	6,6%		4,9%		5,1%		EV (cena bieżąca)	30 243,2
EBIT	1 097,0	3 123,0	184,7%	2 164,6	-30,7%	2 191,6	1,2%	Free float	72,5%
Zysk netto	1 308,7	2 371,7	81,2%	1 737,0	-26,8%	1 843,5	6,1%		
P/E	14,2	7,8		10,7		10,1		Zmiana ceny: 1m	-16,6%
P/CE	4,8	3,9		4,2		4,0		Zmiana ceny: 6m	-6,0%
P/BV	1,0	0,9		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	3,4%
EV/EBITDA	8,6	5,2		6,2		6,0		Max (52 tyg.)	57,9
Dywid (%)	0,0	0,0		2,6		2,0		Min (52 tyg.)	37,5



Ostatnie mocne spadki kursu akcji Orleu nie stanowią w naszej opinii okazji do kupna i dlatego podtrzymujemy negatywne nastawienie do spółki, podwyższając jednak zalecenie ze sprzedaj do redukuj. Otoczenie makro w rafinerii pozostaje bowiem niekorzystne, szczególnie że wyraźnie spada dyferencjał Ural/Brent (obecnie 1 USD/Bbl wobec średniej za I-sze półrocze na poziomie 2,9 USD/Bbl), którego nie rekompensują słabe marże produktowe. Dodatkowo w lipcu odnotowujemy 10-20% przecenę petrochemikaliów. Przekłada się ona wyraźnie na spadek marży na olefinach, poliolefinach, PTA i PVC, co obok podwyżki ceny gazu może pogarszać wyniki tego segmentu, który był głównym kontrybutorem EBIT wg LIFO w 1H.

### Wstępne wyniki za 2Q bez zaskoczeń

Według wstępnych szacunków wynik operacyjny Orleu za 2Q powinien wynieść około 1 mld PLN (nasza prognoza 1,1 mld PLN) z czego 200 mln PLN będzie pochodzić z efektu LIFO a dodatkowe 200 mln PLN z rozliczenia odkupu transzy zapasów obowiązkowych po zabezpieczonej niższej od bieżącej cenie rynkowej (łączny wpływ na średnią ważoną cenę zakupu ropy sięgnął więc 400 mln PLN vs. nasze szacunki na poziomie 550 mln PLN). W tym kontekście oczyszczony wynik operacyjny wg LIFO można szacować na około 550-600 mln PLN, co jest bliskie naszej prognozy na poziomie 590 mln PLN. Na poziomie działalności finansowej saldo było neutralne (koszty odsetek zneutralizowały dodatnie różnice kursowe), ale zysk brutto powinien zwiększyć zysk z Polkomtela (około 100 mln PLN), co jest zgodne z naszymi oczekiwaniami. Ostatecznie zysk netto można więc szacować na około 900 mln PLN. Podsumowując, wstępne wyniki są zgodne z naszymi oczekiwaniami. Ważna będzie ich szczegółowa struktura i poziom cash flow z działalności operacyjnej, a te raczej nie będą w naszej opinii podstawą do optymizmu. Zdecydowana większość zysków w 2Q była zapewne wygenerowana przez segment petrochemiczny (Unipetrol dodatkowo informował o 32 mln PLN zysku ze sprzedaży CO<sub>2</sub>), który w kontekście obecnego spadku marż na olefinach i wzroście cen gazu raczej nie powtórzy tych rezultatów w kolejnych okresach. Odkup zapasów obowiązkowych z kolei obciąży kapitał obrotowy na około 1,2 mld PLN. Podtrzymujemy naszą opinię, że otoczenie fundamentalne nie będzie wspierać notowań Orleu w najbliższym okresie i dlatego podtrzymujemy negatywną rekomendację.

### Powrót do sprzedaży Anwilu

Orlen zdecydował o wznowieniu procesu sprzedaży Anwilu. Tym razem potencjalnym inwestorom będą zaoferowane poszczególne linie biznesowe. Koncern liczy szczególnie na sprzedaż części nawozowej. Obecny harmonogram przewiduje finalizację transakcji w końcu roku bądź na początku przyszłego. W naszej opinii obecnie jest najlepszy moment na sprzedaż aktywów nawozowych. Pytanie czy Orlen zdąży przed oczekiwanym przez nas spadkiem zysków w sektorze.

### Brak dywidendy zaliczkowej z Polkomtela?

Według ostatniej deklaracji resortu skarbu, nie przewiduje on dywidend zaliczkowych ze spółek które sprzedały udziały w Polkomtelu. W przypadku Orleu nadal część inwestorów to zakładała, więc jest to informacja negatywna.



## Police (Sprzedaj)

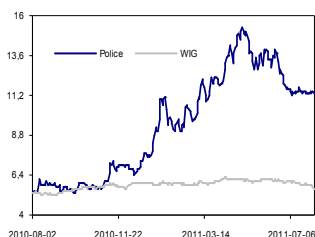
Cena bieżąca: 11,3 PLN

Cena docelowa: 9,7 PLN

Analityk: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2011-04-07

(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)	847,5
marża EBITDA	-22,1%	3,9%		6,7%		5,6%		EV (cena bieżąca)	1 060,3
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		30,9		9,8		17,6		Zmiana ceny: 1m	-1,7%
P/CE		8,3		5,3		7,1		Zmiana ceny: 6m	16,0%
P/BV	1,6	1,5		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	108,5%
EV/EBITDA		13,6		6,3		8,0		Max (52 tyg.)	15,3
Dywidenda (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	5,3



W lipcu wsparciem dla kursu akcji Polic była oczywiście cena z wezwania, które przypominamy potrwa do 16 sierpnia. Biorąc pod uwagę zapowiedź MSP bardzo możliwa jest redukcja w tym procesie (wezwanie jest do 66%) i po jego zakończeniu oczekujemy spadku notowań w kontekście zakładanego przez nas negatywnego scenariusza dla rynku zbóż. Sierpień przyniesie na półkuli północnej finalizację zbiorów i większy od spodziewanego wolumen ziarna znacząco poprawi bilans rynku i zweryfikuje zbyt konserwatywne prognozy zapasów. Utrzymujemy rekomendację sprzedaż.

### MSP sprzeda Police w wezwaniu

Resort skarbu zapowiedział, że sprzeda w wezwaniu posiadane akcje Polic. Resort zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami sprzedał także przysługujące mu prawa poboru Azotów Tarnów.



## ZA Puławy (Redukuj)

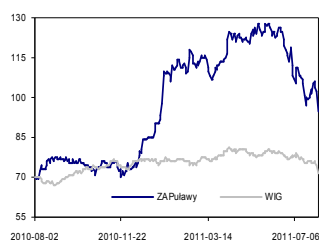
Cena bieżąca: 95 PLN

Cena docelowa: 106,1 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2011-06-03

(mIn PLN)	2009/10	2010/11P	zmiana	2011/12P	zmiana	2012/13P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 055,9	2 861,4	39,2%	2 894,5	1,2%	2 949,2	1,9%	Liczba akcji (mln)	19,1
EBITDA	82,2	436,7	431,5%	351,3	-19,5%	357,7	1,8%	MC (cena bieżąca)	1 815,9
marża EBITDA	4,0%	15,3%		12,1%		12,1%		EV (cena bieżąca)	1 937,2
EBIT	15,2	341,1	2146,6%	240,3	-29,5%	239,9	-0,2%	Free float	29,0%
Zysk netto	35,5	287,4	708,8%	189,0	-34,2%	193,4	2,3%		
P/E	51,1	6,3		9,6		9,4		Zmiana ceny: 1m	-11,3%
P/CE	17,7	4,7		6,1		5,8		Zmiana ceny: 6m	-14,9%
P/BV	1,1	1,0		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	36,5%
EV/EBITDA	21,0	4,2		5,5		5,2		Max (52 tyg.)	128,1
Dywid (%)	8,6	1,1		3,6		5,2		Min (52 tyg.)	69,6



**Puławy zachowywały się słabo w ostatnim miesiącu, co miało związek z nerwową sytuacją na rynku zbóż. W ostatnich tygodniach tendencje cenowe trochę się poprawiły, ale naszym zdaniem prawdziwy obraz sytuacji przyniesie dopiero sierpień i wówczas rynek powinien skonfrontować realną podaż ze słabnącym popytem. Tymczasem nadal konsensus konserwatywnie podchodzi do tegorocznych zbiorów, a bardzo optymistycznie ocenia perspektywę wzrostu popytu. W naszym scenariuszu spadek cen pszenicy i kukurydzy może być dwucyfrowy i dlatego utrzymujemy jeszcze negatywne nastawienie do akcji ZAP mimo osiągnięcia ceny docelowej.**

### Lipcowy raport USDA nt. rynku zbóż

Wydany w lipcu miesięczny raport USDA dotyczący rynku zbóż pozytywnie wpłynął na notowania pszenicy i kukurydzy, które odrobiły część mocnych spadków z poprzedniego miesiąca. Agencja wbrew naszym oczekiwaniom zrewidowała tylko nieznacznie w górę swoje prognozy zbiorów dla kukurydzy (o 0,7%), a dla pszenicy nawet je obniżyła (głównie za sprawą Kanady). Jednocześnie podniosła swoje oczekiwania dotyczące popytu na sezon 2011/12. W naszej opinii biorąc pod uwagę ostatnie doniesienia z Rosji i Ukrainy (zwiększone szacunki produkcji), a także z UE (wcześniej oczekiwano spadku zbiorów nawet o 3,5%, a tymczasem po ostatnich deszczach pojawiły się prognozy wzrostu produkcji o 2% r/r) szacunki zbiorów przedstawione przez USDA są bardzo konserwatywne. Z drugiej strony zaskakują podwyższone szacunki popytu przy jednoczesnej rewizji w dół prognoz konsumpcji zbóż w zakończonym sezonie 2010/11. Przykładowo wg estymacji USDA konsumpcja pszenicy zwiększyła się w poprzednim sezonie załedwie o 0,7%, a w nowym sezonie (mimo zwiększonej bazy i pojawiających się ryzyk makro) ma wzrosnąć o 2%. Przyspieszyć ma również wzrost popytu na kukurydzę z 3% na 4%, co może dziwić w kontekście zniesienia wsparcia dla bioetanolu w USA. Takie założenia wydają się nam dość agresywne i nadal uważamy, że pojawienie się dużej podaży w czasie żniw będzie wpływać na rewizję prognoz zapasów zbóż w górę, co będzie negatywnie oddziaływać na ceny.

## Energetyka

### Wzrost dynamiki zużycia energii w czerwcu

Dynamika zużycia energii w czerwcu wyniosła w ujęciu r/r 3,7%, co jest najwyższym odczytem w tym roku. Skumulowane dane za pierwsze półrocze wskazują na wzrost popytu o 2,5%. Wzrost produkcji okazał się znacznie wyższy niż konsumpcji (w czerwcu aż 5,5%), co wynikało podobnie jak w poprzednich miesiącach z większej aktywności eksportowej związanej z atrakcyjnymi możliwościami na rynku niemieckim. Saldo eksportu netto w pierwszym półroczu sięgnęło aż 2,9 TWh vs. 0,6 TWh w analogicznym okresie roku poprzedniego. Miało to bezpośrednie przełożenie na notowania energii na rynku spotowym, które w czerwcu sięgały średnio 209 PLN/MWh a w całym 1H'2011 204 PLN/MWh, co oznacza wzrost r/r o prawie 8% przy znacznie wyższych wolumenach obrotu (8,2 TWh vs. 2,5 TWh rok wcześniej). W czerwcu największą dynamikę wzrostu produkcji zanotowały elektrownie na węgiel brunatny (+14%), co miało zapewne związek z jednej strony z obniżoną bazą w Elektrowni Turów (powódź i obecny wyraźny wzrost mocy dyspozycyjnej) a z drugiej z prowadzonym rozruchem nowego bloku w Bełchatowie. Oznacza to że po równie dobrym maju dynamika produkcji w tych źródłach w 2Q sięgnęła 9,4%. Bloki na węgiel kamienny wyprodukowały w ostatnim miesiącu tylko 1,6% więcej niż rok wcześniej i zamknęły 2Q dynamiką +6,6%.



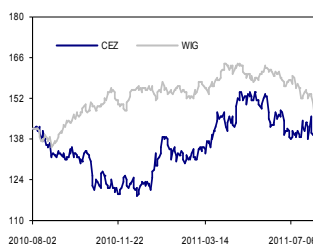
## CEZ (Redukuj)

Cena bieżąca: 140,7 PLN    Cena docelowa: 134,7 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-17

(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) 75 695,2
marża EBITDA	46,4%	44,8%		43,4%		44,6%		EV (cena bieżąca) 105 349,3
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	8,8	9,7		10,4		10,0		Zmiana ceny: 1m 2,0%
P/CE	6,1	6,4		6,6		6,3		Zmiana ceny: 6m 5,5%
P/BV	2,3	2,1		1,9		1,8		Zmiana ceny: 12m -0,9%
EV/EBITDA	6,5	6,8		7,3		6,9		Max (52 tyg.) 154,1
Dywid (%)	5,8	6,2		5,9		5,3		Min (52 tyg.) 118,7



W lipcu ku naszemu zaskoczeniu akcje CEZ zachowywały się nieco lepiej od rynku mimo negatywnych tendencji obserwowanych na rynku energii elektrycznej w Niemczech. Spadek cen energii w kontraktach spotowych o 10% wskazujący na osłabienie możliwości arbitrażu po zamknięciu elektrowni atomowych oraz mocna korekta uprawnień do emisji CO<sub>2</sub> (ryzyko rewaluacji portfela tradingowego) powinny tymczasem pogarszać sentyment inwestorów do czeskiego koncernu. Nie spodziewamy się również, aby wyniki finansowe CEZ w najbliższych kwartałach przyniosły jakieś pozytywne zaskoczenia. Utrzymujemy negatywną rekomendację.

### CEZ sprzedaje MIBRAG i kupuje Energotrans

CEZ z uwagi na ostatnie decyzje polityczne dotyczące przyszłości niemieckiego sektora energetycznego (plany zastąpienia zamkniętych elektrowni jądrowych blokami gazowymi i słabe poparcie społeczne dla bloków węglowych) zdecydował o sprzedaży 50% udziałów w kopalniach węgla brunatnego MIBRAG. Wcześniej koncern planował na bazie posiadanych zasobów węgla budowę elektrowni węglowej Profen o mocy 600 MW. Obecnie te plany byłyby obciążone zbyt dużym ryzykiem. W 2009 roku CEZ za swój pakiet MIBRAG zapłacił 202 mln EUR i po takiej wartości uwzględniamy te aktywa w naszej wycenie (były konsolidowane metodą praw własności). Udziały te kupi dotychczasowy wspólnik CEZ w tym projekcie. Jednocześnie Spółka poinformowała, że zamierza kupić od Praska Teplarenska (CEZ posiada tam 47% udziałów) spółkę Energotrans, która jest operatorem elektrowni węglowej w Melniku o mocy 352 MW. CEZ chce wybudować w tej lokalizacji blok gazowy, który zastąpi starą elektrownię. W tym kontekście kwota zapłacona za te aktywa nie powinna być wysoka.



## Enea (Akumuluj)

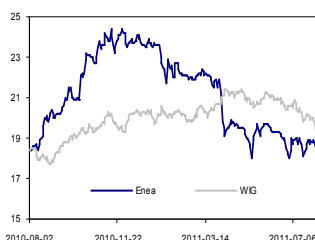
Cena bieżąca: 18,3 PLN

Cena docelowa: 21,68 PLN

Analityk: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-17

(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)	8 078,4
marża EBITDA	16,3%	17,4%		15,8%		16,9%		EV (cena bieżąca)	5 680,8
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	15,7	12,6		10,8		9,1		Zmiana ceny: 1m	-2,4%
P/CE	6,9	6,3		5,8		5,3		Zmiana ceny: 6m	-19,4%
P/BV	0,9	0,8		0,8		0,7		Zmiana ceny: 12m	-1,7%
EV/EBITDA	4,8	3,9		3,7		3,7		Max (52 tyg.)	24,4
Dywidenda (%)	2,5	2,1		2,2		2,6		Min (52 tyg.)	18,0



Lipiec przyniósł odbicie na akcjach Enei, które mimo słabości całego rynku zyskały około 3%. W zestawieniu z poprzednimi spadkami nie stanowi to jednak większego pocieszenia dla inwestorów. Nadal uważamy, że aktualna waluacja koncernu jest atrakcyjna i podtrzymujemy rekomendację akumuluj, ale jednocześnie wśród polskich spółek energetycznych jest to nasz ostatni wybór po Tauronie i PGE. Takie pozycjonowanie jest związane z ryzykiem wzrostu cen węgla w Kozienicach od 2012 roku i brakiem wewnętrznych motorów wzrostu wyników, co oznacza że trudno liczyć na lepsze zachowanie się kursu Enei od jej krajowych konkurentów.

### Mocny wzrost nakładów w dystrybucji

Enea Operator uzgodniła z Urzędem Regulacji Energetyki plan rozwoju na lata 2012-15 zakładający łączne wydatki inwestycyjne na poziomie około 3,8 mld PLN. W 2012 roku nakłady inwestycyjne mają wynieść 899,9 mln PLN, w 2013 roku 971,76 mln PLN, w 2014 roku 973,67 mln PLN, a w 2015 roku prawie 953,2 mln PLN. Po około 30-35 proc. w tych latach Spółka wyda na przyłączenia nowych odbiorców i nowych źródeł oraz związaną z tym budowę nowych sieci, a ok. 52-56 proc. na modernizację i odtworzenie istniejącego majątku związanego z poprawą jakości usług i wzrostem zapotrzebowania na moc. Te deklaracje oznaczają znaczny wzrost nakładów i konieczność rewizji naszych prognoz w tym zakresie. Przypominamy, że w 2010 roku capex segmentu dystrybucji sięgnął 0,5 mld PLN, a na lata 2012-15 zakładaliśmy wydatki na poziomie 2 mld PLN. Korekta nakładów nie będzie jednak infekować wyceny, gdyż należy pamiętać że capex zatwierdzony przez URE jest w pełni wynagradzany poprzez system zwrotu z WRA.



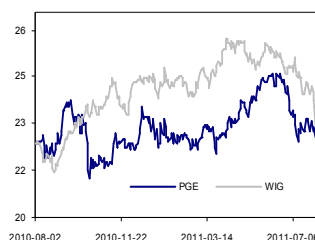
## PGE (Akumuluj)

Cena bieżąca: 22,75 PLN    Cena docelowa: 27,74 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-17

(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)	42 537,6
marża EBITDA	36,9%	33,4%		27,1%		32,6%		EV (cena bieżąca)	44 215,2
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	11,7	14,1		10,6		9,4		Zmiana ceny: 1m	-3,8%
P/CE	6,5	7,5		6,3		5,7		Zmiana ceny: 6m	0,7%
P/BV	1,3	1,1		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	0,9%
EV/EBITDA	5,6	6,3		5,7		5,4		Max (52 tyg.)	24,9
Dywid (%)	3,1	3,7		2,9		4,7		Min (52 tyg.)	21,3



Kurs akcji PGE spadał w ostatnim miesiącu równo z szerokim rynkiem, mimo defensywnego charakteru sektora energetycznego, co nadal częściowo można wiązać z ryzykiem podaży akcji ze strony MSP. Tymczasem wyniki finansowe w najbliższych kwartałach powinny przynosić pozytywne zaskoczenia, zarówno w segmencie dystrybucji jak i wytwarzania, gdzie Spółka będzie korzystać na wzroście wolumenów i wyższe cen spotowych (8% r/r w 2Q). Dodatkowo w 4Q będzie już widoczny wpływ nowego bloku w Bełchatowie. Utrzymujemy rekomendację akumuluj.

### Brak dywidendy zaliczkowej z Polkomtela?

Według ostatniej deklaracji resortu skarbu, nie przewiduje on dywidend zaliczkowych ze spółek które sprzedały udziały w Polkomteli. Wcześniej minister nie wykluczał takiej możliwości w przypadku PGE. Zarząd Spółki twierdził, że może rekomendować wypłatę 40-50% zysku osiągniętego na transakcji, co implikowałoby 40-50 groszy na akcję.

### Zmiana harmonogramu uruchomienia CCS

Według Wiceprezesa Pawła Skowrońskiego uruchomienie przez PGE instalacji CCS w Elektrowni Bełchatów będzie możliwe najwcześniej pod koniec 2015 roku, a bardziej realnym terminem jest pierwsza połowa 2016 roku. Pierwotnie zakładany termin uruchomienia instalacji CCS na koniec 2014 roku jest nierealny. Do końca 2012 roku PGE będzie pewna, czy będzie mieć na to finansowanie, i czy ruszy z budową. Do tej pory ze środków Unii Europejskiej PGE otrzymała w 2010 roku na realizację inwestycji 180 mln EUR, z zastrzeżeniem, że uruchomienie części instalacji, na które zostanie wydana ta kwota ma nastąpić w ciągu 5 lat. Szacowany koszt instalacji CCS to ponad 2,3 mld PLN. Koncern poszukuje dalszych środków pomocowych na budowę instalacji. Stara się o środki pomocowe z programu NER300 w wysokości ponad 380 mln EUR i z programu norweskiego w wysokości 134 mln EUR. Spodziewa się decyzji w tych kwestiach pod koniec przyszłego roku. W naszych prognozach zakładaliśmy uruchomienie tej instalacji w 2015 roku przy czym koszty po stronie PGE uwzględnialiśmy na poziomie 1,3 mld PLN (1 mld PLN z dotacji). Opóźnienie może wpływać na nasze długoterminowe prognozy, ale na razie ważniejszym czynnikiem ryzyka jest koszt CO<sub>2</sub>, a ten w ostatnich tygodniach mocno spadł.



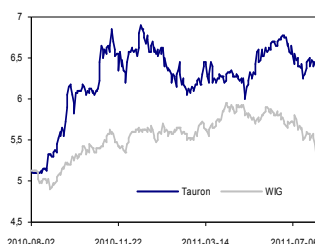
## Tauron (Kupuj)

Cena bieżąca: 6,34 PLN    Cena docelowa: 9,09 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

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) 11 111,2
marża EBITDA	19,3%	17,9%		15,2%		15,8%		EV (cena bieżąca) 12 383,0
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	12,7	12,9		8,9		8,1		Zmiana ceny: 1m -2,8%
P/CE	4,7	5,0		4,2		3,9		Zmiana ceny: 6m -0,3%
P/BV	0,8	0,8		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m 24,3%
EV/EBITDA	4,9	4,2		4,0		3,9		Max (52 tyg.) 6,9
Dyield (%)	0,6	0,1		2,3		3,4		Min (52 tyg.) 5,1



Akcje Tauronu mimo defensywnego charakteru Spółki nie oparły się spadkowym tendencjom w ostatnim miesiącu. W naszej opinii koncern jest obecnie wyceniany najatrakcyjniej w sektorze, nawet po oczyszczeniu o rekompensaty KDT (EV/EBITDA'2011 tylko 4,0). Najlepiej powinien się również zaprezentować jeśli chodzi o wyniki 2Q, gdzie obok pozytywnych tendencji odczuwanych przez wszystkie podmioty, Tauron zanotuje bardzo wyraźną poprawę rezultatów w obszarze wydobywczym w związku z uporaniem się z uskokiem tektonicznym, który zawyżał koszty i obniżał wolumen. W tym kontekście nie widzimy zagrożenia dla rocznej prognozy zysku netto na poziomie 1,2 mld PLN.

### Porozumienie ze związkami zawodowymi

Zarząd Tauronu porozumiał się ze związkami zawodowymi w sprawie zasad wynagradzania w spółkach zależnych. Wzrost płac zależec będzie m.in. od wypracowywanych przez spółki wyników. Porozumienie będzie obowiązywać przez dwa lata. Przyjęte ustalenia wejdą w życie w poszczególnych spółkach w przypadku ich akceptacji przez ich Zarządy i organizacje związkowe. Wpływ na wzrost wynagrodzeń w spółkach grupy Tauron będzie miał również wskaźnik inflacji.

## Telekomunikacja



## Netia (Trzymaj)

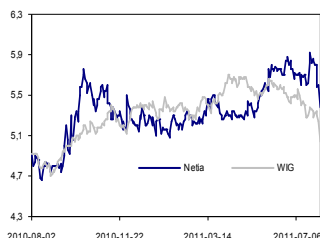
Cena bieżąca: 5,39 PLN

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)	2 098,5
marża EBITDA	20,8%	23,4%		23,6%		23,6%		EV (cena bieżąca)	1 699,1
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	23,7	34,3		19,2		15,1		Zmiana ceny: 1m	-5,4%
P/CE	5,4	5,8		5,4		5,2		Zmiana ceny: 6m	3,5%
P/BV	1,1	1,1		1,2		1,2		Zmiana ceny: 12m	10,0%
EV/EBITDA	5,9	4,9		4,5		4,0		Max (52 tyg.)	5,9
Dywid (%)	0,0	0,0		3,6		5,2		Min (52 tyg.)	4,7



**WZA dopuściło możliwość skupu akcji przez rynek, co otwiera drogę do „pompowania” kursu. Spółka, jeśli nie sfinalizuje akwizycji Dialogu (decyzja miała być w czerwcu) przeznaczy na ten cel 350 mln PLN, z maksymalną ceną kupna na poziomie 8 PLN za akcję. W tej sytuacji, ze względu na czynnik płynnościowy, cena docelowa na najbliższy rok powinna zostać przesunięta w okolice 7 PLN za akcję. Wyniki spółki jak również obniżenie prognozy dotyczącej wzrostu bazy abonenckiej potwierdzają nasze wcześniejsze założenia i obawy o średnioterminowe perspektywy dla spółki. Nadal uważamy jednak, że wzrost cen akcji w efekcie buy-backu powinno wykorzystać się do zamykania pozycji.**

## Wyniki za 2Q

Wyniki Netii za 2Q2011 rozczarowują zarówno na poziomie danych finansowych jak również wzrostu bazy abonenckiej. Przy przychodach na poziomie 396,2 mln PLN (-1,2% q/q) spółka wypracowała 88,7 mln PLN EBITDA (marża 22,3%) i 12,9 mln PLN zysku netto. W naszych prognozach zakładaliśmy wyższe przychody (404 mln PLN) a także wyższą marżę EBITDA (24,9%, 100,6 mln PLN). Za słabsze przychody odpowiada przede wszystkim dosyć istotny spadek przychodów z rozliczeń międzyoperatorskich (-17% q/q) a także zdecydowanie wolniejszy niż oczekiwaliśmy wzrost przychodów z transmisji danych (+0,5% q/q). Po stronie kosztów pojawiają się wyższe wydatki na marketing (+2 mln PLN), utrzymanie sieci (+2 mln PLN) a także rezerwa na dopłatę do usługi powszechnej (+2,38 mln PLN). Warto zwrócić uwagę, że koszt pozyskania abonenta wzrósł do 236 PLN, podczas gdy w 2010 roku oscylował na poziomie 200 PLN. Na koniec czerwca liczba abonentów szerokopasmowego dostępu do internetu wzrosła do 719,6 tys. (+15,5 tys. w tym +13 tys. przez LLU). Liczba użytkowników tradycyjnych usług głosowych obniżyła się o 9,9 tys., przede wszystkim za sprawą spadku liczby użytkowników we własnej sieci (-4,4 tys. q/q) oraz w ramach WLR (-17,14 tys.). Spadek WLR nie został zamortyzowany wzrostem podłączeń w ramach LLU, które wyniosły +11,6 tys. jest to tyle zastanawiające, że TP z kwartału na kwartał raportuje wzrost liczby łączny „uwolnionych” w ramach WLR – Netia od trzech kwartałów raportuje spadek. Po danych za 2Q Zarząd zdecydował o obniżeniu prognozy liczby abonentów szerokopasmowego dostępu do internetu z 780-800 tys. na koniec 2011 i 1 mln na koniec 2012 do 750 tys. na koniec 2011 i wycofaniu prognozy na 2012. Tym samym zrealizował się zakładany przez nas scenariusz, że prognozy Zarządu w tym obszarze nie zostaną dostarczone. Prognozy wyników finansowych nie zostały zmienione. Może nieco dziwić fakt, że Zarząd zakłada pozyskanie zaledwie 30 tys. abonentów dostępu do internetu do końca br., podczas gdy w 2H2010 (sezonowo 2H jest istotnie lepsze niż 1H) liczba ich wzrosła o 66,7 tys. (w 1H2011 +29,3 tys.). Jak już wielokrotnie pisaliśmy, niższy przyrost bazy abonenckiej pozwala spółce na raportowanie wyższych wyników bieżących, ale ogranicza przyszły wzrost. Nadal uważamy, że w średnim okresie utrzymanie obecnie bardzo wysokich marż (skorygowana EBITDA za 1H2011 24,4%) będzie bardzo trudne, szczególnie w kontekście coraz silniejszej konkurencji – w tym ze strony szerokopasmowego dostępu do Internetu, ze strony telefonii komórkowej, jak również działań podjętych przez TP.



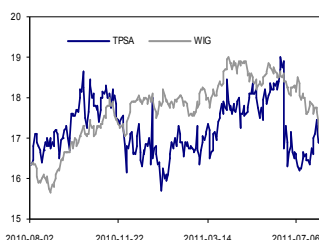
## TP SA (Trzymaj)

Cena bieżąca: 16,84 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)	22 492,3
marża EBITDA	37,7%	30,3%		37,4%		38,2%		EV (cena bieżąca)	27 319,8
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	135,2		17,5		16,1		Zmiana ceny: 1m	1,3%
P/CE	4,1	5,7		4,5		4,4		Zmiana ceny: 6m	-1,5%
P/BV	1,4	1,5		1,6		1,7		Zmiana ceny: 12m	0,2%
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.)	15,7



**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.**

### Wreszcie umowa z PTC ws. sieci

Centertel i PTC podpisały umowę w zakresie współkorzystania z radiowych sieci dostępowych. Strony będą odpłatnie świadczyć wzajemnie usługę dostępu, w celu obsługi ruchu generowanego przez użytkowników drugiej strony. Współpraca będzie mogła obejmować także współkorzystanie z posiadanymi częstotliwościami. Wdrożenie współpracy będzie następowało stopniowo i będzie uzależnione m.in. od wyboru wspólnego dostawcy infrastruktury. Współpraca będzie realizowana w oparciu o podobną liczbę stacji bazowych posiadanych przez każdą ze stron, która do momentu pełnego jej wdrożenia (przewidywane na 2014r.) może wynieść ok. 10.000 stacji - łącznie dla obu operatorów, przy czym każda ze stron pozostanie właścicielem swoich aktywów. Dla Grupy TP oznacza to potencjał do redukcji liczby posiadanych przez siebie stacji o ok. 1.400 przy jednoczesnym zwiększaniu zasięgu i przepustowości. Umowa została zawarta na okres 15 lat, z możliwością przedłużenia. Strony będą się wzajemnie rozliczać za świadczone usługi w oparciu o ponoszone przez daną stronę koszty powiększone o marżę. Zarząd TP szacuje, iż współpraca przyniesie korzyści, których dodatni wpływ na wolne przepływy pieniężne Grupy TP może potencjalnie sięgać łącznej kwoty ok. 1 mld PLN w ciągu kolejnych 5 lat (włącznie do roku 2015), oraz trwałe oszczędności kosztowe w kolejnych latach, które mogą sięgać ok. 200 mln PLN rocznie. Operatorzy nadal będą konkurować na rynkach hurtowych i detalicznych. Podpisanie umowy było oczekiwane, spółki informowały o toczących się negocjacjach jak również procesie w UOKiK. Same informacje nie jest więc zaskoczeniem, co nie zmienia faktu, że jej oddziaływanie będzie korzystne dla obu operatorów i pozytywnie wpłynie na ich wycenę. W przypadku TP – biorąc pod uwagę, że efekty będą osiągnięte w przyszłości a oszczędności i niższy CAPEX należy zdyskontować, wpływ na wycenę to ok. 0,6 PLN na akcję, tj. ok. 800 mln PLN.

### Wyniki zgodne z oczekiwaniami, buy-back

Wyniki TP za 2Q2011 są zbieżne z naszymi oczekiwaniami. Spółka osiągnęła przychody na poziomie 3 790 mln PLN, EBITDA równą 2 144 mln PLN i zysk netto w wysokości 995 mln PLN. Nasza prognoza zakładała odpowiednio: 3 762/2 131/854 mln PLN. Wyniki uwzględniają rezerwę z tytułu kary od KE (474 mln PLN) i zysk na sprzedaży Emitela (1 188 mln PLN). Lepszy raportowany wynik netto to niższe niż przyjęliśmy w prognozie koszty finansowe (89 mln PLN vs. 121 mln PLN) a przede wszystkim bardzo niska efektywna stopa podatkowa, która wyniosła 6,3%. Przychody na podstawowych segmentach działalności są również zbliżone z oczekiwaniami. Telefonii stacjonarna zanotowała spadek przychodów r/r o 13%, mobilna o 0,4% a transmisja danych o 6,1% (w dwóch ostatnich zakładaliśmy spadki po -3%). Wyższe niż zakładaliśmy wpływy spółka zanotowała z tytułu sprzedaży towarów i usług (218 vs. 190 mln PLN prognozy). Na poziomie bazy abonenckiej wyniki również nie wnoszą zbyt wiele nowego. Liczba łączy telefonii stacjonarnej (rynek na rynku detalicznym) obniżyła się q/q o 160 tys. a TP „oddala” operatorom alternatywnym 19 tys. łączy w ramach WLR. Liczba dostępow szerokokopasmowych wzrosła q/q o 14 tys., ponownie głównie w oparciu o CDMA w Orange (+9 tys.). Po raz pierwszy od 3Q2009 wzrosła liczba użytkowników Neostrady (+3 tys. q/q), co nie zmienia faktu, że obszar ten nadal znajduje się pod silną presją konkurencji. Również zbliżony do oczekiwań wynik sprzedaży kart SIM osiągnął Centertel. Liczba użytkowników wzrosła q/q o

116 tys. przy jednak zaskakująco dobrym poziomie ARPU (41,1 PLN/mc tj. +1,7 PLN q/q). Pozytywny wpływ miał tu wzrost ruchu telekomunikacyjnego na abonenta (+3,3% q/q). Przy wynikach zgodnych z oczekiwaniami ważnym wydarzeniem jest zapowiedź Zarządu, że zaproponuje on akcjonariuszom przeznaczenie 800 mln PLN na skup akcji własnych. Przy obecnych cenach pozwala to na skup 3,7% kapitalizacji spółki i powinno pozytywnie wpływać na kurs. W naszym odczuciu, biorąc pod uwagę, że spółka jest zadłużona a przed nią kwestia uregulowania należności w związku ze sporem z DPTG, taka decyzja wydaje się nam zbyt „odważna”. FCF w TP to ok. 2-2,4 mld PLN, przy dystrybucji dla akcjonariuszy na poziomie 2,8 mld PLN.

#### **Dopłata do usługi powszechnej za 2010**

TPSA wystąpiła do UKE z wnioskiem o przyznanie dopłaty do usługi powszechnej za rok 2010 w kwocie 269 mln PLN. Łączne roszczenie za okres 2007-2010 opiewa już na 1,07 mld PLN. Przypominamy, że UKE przyznała TP dopłatę za okres 2007-2009 w kwocie zaledwie 67 mln PLN z 803 mln PLN oczekiwanych przez operatora. TP odwołała się od tej decyzji do sądu. Informacja bez wpływu na kurs, dopóki sąd nie zmieni stanowiska UKE. Okres kiedy sąd może podjąć decyzję jest nieprzewidywalny, ale zapewne potrwa to co najmniej rok.

## Media



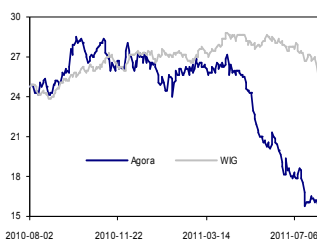
## Agora (Kupuj)

Cena bieżąca: 15,75 PLN    Cena docelowa: 28,4 PLN

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-06-03

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 110,1	1 116,7	0,6%	1 268,5	13,6%	1 345,4	6,1%	Liczba akcji (mln)	50,9
EBITDA	134,1	167,3	24,8%	185,4	10,8%	202,4	9,2%	MC (cena bieżąca)	802,3
marża EBITDA	12,1%	15,0%		14,6%		15,0%		EV (cena bieżąca)	680,5
EBIT	52,9	84,9	60,5%	86,6	2,0%	103,3	19,2%	Free float	49,9%
Zysk netto	38,3	71,9	87,7%	68,2	-5,2%	85,7	25,7%		
P/E	20,9	11,2		11,8		9,4		Zmiana ceny: 1m	-13,9%
P/CE	6,7	5,2		4,8		4,3		Zmiana ceny: 6m	-38,5%
P/BV	0,7	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-36,5%
EV/EBITDA	4,6	4,4		3,7		3,0		Max (52 tyg.)	28,5
Dywidenda (%)	0,0	3,2		4,2		4,2		Min (52 tyg.)	15,8



Sierpień przyniesie w naszej opinii publikację znacząco lepszych wyników drugiego kwartału niż to miało miejsce w przypadku odczytu za trzy pierwsze miesiące roku. Może to doprowadzić do przełamania negatywnego sentymentu wokół Agory, gdzie dominuje przekonanie o rychłym schyłku spółki wraz z kurczeniem się sprzedaży i przychodów reklamowych z *Gazety Wyborczej*. Wątpliwe odbicie w konsumpcji powoduje, że szybciej niż pierwotnie zakładaliśmy dochodzi do substytucji w budżetach reklamowych segmentu prasy i segmentu magazynów na segment online. Mimo to sądzimy, że dzięki własnemu segmentowi Internetu oraz dobrze radzącym sobie segmentowi kinowemu i outdoorowemu Agora jest w stanie rekompensować w dużym stopniu ubytki wyniku w segmentach mediów drukowanych. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Sprzedaż *Wyborczej* -9,7% r/r

Rozpowszechnianie płatne razem *Gazety Wyborczej*, wydawanej przez Agorę, wyniosło w maju 2011 roku 305 201 sztuk i było o 9,7% niższe niż rok wcześniej. Z kolei rozpowszechnianie płatne razem *Dziennika Gazety Prawnej*, wydawanego przez Infor razem z Axel Springer Polska, wyniosło w maju 90 309 egzemplarzy, co oznacza spadek o 10% r/r. Liderem sprzedaży na rynku dzienników pozostał *Fakt*, wydawany przez Axel Springer Polska. Jego rozpowszechnianie płatne wyniosło 384 376 egzemplarzy, co oznacza spadek rok do roku o 16,6%. Rozpowszechnianie płatne razem *Super Expressu* spadło o 9,2%, a *Rzeczpospolitej* wyniosło 134 158 sztuk, co oznacza spadek rok do roku o 4,4%.

## IGRZ o reklamie zewnętrznej w 2Q2011

Według danych IGRZ w drugim kwartale wydatki na reklamę outdoorową spadły r/r o 1,4%. W pierwszym kwartale nakłady na reklamę outdoorową spadły r/r o około 5% jednak mimo to AMS zanotował wzrost przychodów. Oczekujemy, że podobna sytuacja miała miejsce również w drugim kwartale. Zakładamy, że segment reklamy zewnętrznej Agory zwiększy wpływy reklamowe o około 3%.

## Helios wygrywa w sporze z byłym akcjonariuszem

21 lipca Helios wygrał w sądzie pierwszej instancji w Łodzi ze swoim mniejszościowym udziałowcem Tomaszem Gromkowskim. Chciał on, by sąd ustalił, czy uchwała pieczętująca przejęcie Kinopleksu przez Heliosa mogła zostać podjęta z naruszeniem zapisów statutu i umowy akcjonariuszy Heliosa. Według mniejszościowego udziałowca przy zakupie Kinopleksu doszło do złamania tych zapisów, bo nie wyraził on wymaganej przez nie zgody na wspomniane przejęcie. Jest to pozytywna informacja, gdyż część inwestorów dyskontowała ryzyko płynące z przegrania procesu przez Helios. Agora chociaż nie była stroną sporu sądowego ponosiłaby jako główny akcjonariusz finansowe konsekwencje niekorzystnej decyzji. Do uprawomocnienia wyroku potrzebny jest jednak jeszcze wyrok drugiej instancji.



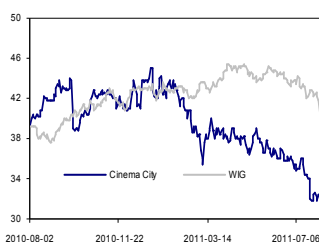
## Cinema City (Akumuluj)

Cena bieżąca: 32,01 PLN    Cena docelowa: 42,9 PLN

Analitik: 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) 1 638,9
marża EBITDA	22,0%	24,0%		22,7%		23,7%		EV (cena bieżąca) 1 584,0
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	16,5	12,3		11,6		9,0		Zmiana ceny: 1m -9,6%
P/CE	9,9	7,7		7,3		6,0		Zmiana ceny: 6m -22,2%
P/BV	2,2	1,9		1,7		1,5		Zmiana ceny: 12m -20,4%
EV/EBITDA	10,5	7,0		6,4		5,2		Max (52 tyg.) 45,1
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		17,2		Min (52 tyg.) 31,8



Wyniki drugiego kwartału w Cinema City będą z pominięciem jednorazowych wydarzeń lepsze od ubiegłorocznych osiągnięć. Na nominalnej bazie spółka odnotuje jednak dalszy ubytek wyniku operacyjnego i wyniku netto. Dobre rozpoczęcie trzeciego kwartału oraz bardzo dobre perspektywy dla kwartału czwartego (związane przede wszystkim z *Bitwą Warszawską 1920*) pozwala przypuszczać, że ubiegłoroczna baza odniesienia za drugie półrocze zostanie przekoczona i spółka nadrobi dużą część ubytku wyniku z pierwszych trzech miesięcy roku. Nie sądzimy jednak by realne było powtórzenie ubiegłoroczного wyniku w spółce. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

### Podpisanie umowy z MGM

Cinema City podpisało umowę ze studiem filmowym MGM na dystrybucję filmów tej wytwórni na rynku polskim, węgierskim, bułgarskim, rumuńskim i izraelskim. W odniesieniu do wybranych tytułów umowa będzie też obowiązywać na rynku czeskim i słowackim. Umowa została zawarta na 5 lat i wpłynie na wzrost przychodów tego segmentu. Działalność dystrybucyjna jest jednak stosunkowo niskomargżowa stąd ostateczny wpływ umowy na wyniki osiągane przez spółkę będzie niewielki.



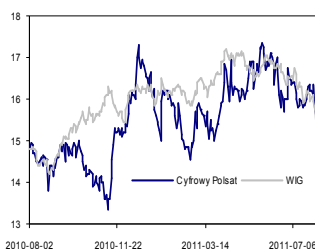
## Cyfrowy Polsat (Trzymaj)

Cena bieżąca: 15,49 PLN    Cena docelowa: 15,3 PLN

Analitik: 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)	4 156,4
marża EBITDA	25,9%	27,5%		29,4%		30,3%		EV (cena bieżąca)	4 096,8
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	17,5	16,1		14,5		14,3		Zmiana ceny: 1m	-5,5%
P/CE	14,9	12,2		10,9		10,1		Zmiana ceny: 6m	-0,2%
P/BV	12,6	9,2		7,5		6,3		Zmiana ceny: 12m	5,4%
EV/EBITDA	12,6	10,1		9,1		8,3		Max (52 tyg.)	17,4
Dywid (%)	4,8	3,7		4,3		4,6		Min (52 tyg.)	13,4



W sierpniu poznamy w Cyfrowym Polsacie pierwsze efekty konsolidacji segmentu telewizyjnego (w drugim kwartale Telewizja Polsat konsolidowana była za okres od 20 kwietnia). Oczekujemy, że sezonowo najlepszy w segmencie telewizyjnym kwartał będzie stanowił istotne wzmocnienie publikowanych rezultatów drugiego kwartału (oczekujemy 85,5 mln PLN EBITDA skonsolidowanego z tego segmentu). Pod względem operacyjnym segment telewizyjny jeszcze przez około 2 kwartały korzystać będzie na poszerzeniu zasięgu technicznego, co pozytywnie będzie przekładać na wzrost udziałów w wyniku reklamowym. Obecna rynkowa ewaluacja spółki wydaje się jednak odzwierciedlać ten potencjał. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

### 20% segmentu telewizyjnego dla stacji tematycznych?

Zdaniem kilku przedstawicieli domów mediowych udział stacji tematycznych w segmencie telewizyjnym na rynku reklamowym może sięgnąć 20%. Nasilająca się fragmentaryzacja segmentu telewizyjnego to obok obaw o koniunkturę na rynku reklamowym główne zagrożenie inwestycyjne dla TVN i Cyfrowego Polsatu. W odniesieniu do dynamiki na rynku reklamy uważamy, że po słabym pierwszym kwartale dynamika wpływów reklamowych powinna się poprawiać. Rosnące znaczenie stacji tematycznych może jednak powodować, że duzi gracze będą zwiększali swoje wpływy wolniej od całego sektora. O ile w Cyfrowym Polsacie w tym roku efekt ten będzie tuszowany przez wzrost zasięgu technicznego, o tyle w przyszłym roku tendencja ta powinna być widoczna zarówno w TVN jak i Cyfrowym Polsacie z jednakową siłą. Podtrzymujemy neutralne nastawienie do spółek telewizyjnych.



## TVN (Trzymaj)

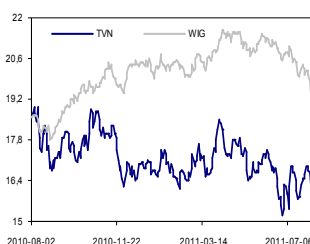
Cena bieżąca: 16 PLN

Cena docelowa: 18,1 PLN

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-04-05

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 123,4	2 493,8	17,4%	2 753,9	10,4%	3 058,3	11,1%	Liczba akcji (mln)	341,9
EBITDA	794,8	610,7	-23,2%	755,7	23,7%	915,7	21,2%	MC (cena bieżąca)	5 470,0
marża EBITDA	37,4%	24,5%		27,4%		29,9%		EV (cena bieżąca)	7 716,9
EBIT	612,1	363,8	-40,6%	499,0	37,2%	664,6	33,2%	Free float	43,7%
Zysk netto	420,8	42,8	-89,8%	280,8	556,2%	394,5	40,5%		
P/E	12,9	127,8		19,5		13,9		Zmiana ceny: 1m	0,0%
P/CE	9,0	18,9		10,2		8,5		Zmiana ceny: 6m	-3,0%
P/BV	4,2	5,1		4,1		3,3		Zmiana ceny: 12m	-14,4%
EV/EBITDA	9,2	13,0		10,2		8,1		Max (52 tyg.)	18,9
Dywidenda (%)	4,8	1,9		0,0		1,5		Min (52 tyg.)	15,2



W lipcu kurs akcji TVN otrzymał pozytywny impuls w postaci informacji o potencjalnej sprzedaży posiadanego pakietu akcji przez ITI. Naszym zdaniem jednak szansa by akcjonariusz mniejszościowy skorzystał istotnie na transakcji nie jest duża. Po pierwsze to po stronie sprzedającego widać inicjatywę i większe zainteresowanie transakcją niż po stronie ewentualnych kupujących, co ogranicza premię jaką można by uzyskać w stosunku do bieżącej ceny rynkowej. Po drugie istnieje ryzyko, że kupujący (podobnie jak uczynił Time Warner w przypadku CME) zdecyduje się jedynie na przejęcie pakietu większościowego i nie będzie miał intencji zdejmowania TVN z notowań. Przy wezwaniu do progu 66% z rynku skupione by zostało zaledwie niecałe 10% akcji w wolnym obrocie (ITI posiada pakiet 56,22% akcji). Choć dostrzegamy pewne korzyści płynące z odseparowania segmentu płatnej telewizji od reszty Grupy, co byłoby możliwe przy zmianie głównego akcjonariusza to jednak „gra pod przejęcie” wydaje się na ten moment zbyt ryzykownym pomysłem, zwłaszcza biorąc pod uwagę, że w negatywnym scenariuszu makroekonomicznym duże zadłużenie Grupy może być poważnym obciążeniem dla działalności. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

### 20% segmentu telewizyjnego dla stacji tematycznych?

Zdaniem kilku przedstawicieli domów mediowych udział stacji tematycznych w segmencie telewizyjnym na rynku reklamowym może sięgnąć 20%. Nasilająca się fragmentaryzacja segmentu telewizyjnego to obok obaw o koniunkturę na rynku reklamowym główne zagrożenie inwestycyjne dla TVN i Cyfrowego Polsatu. W odniesieniu do dynamiki na rynku reklamy uważamy, że po słabym pierwszym kwartale dynamika wpływów reklamowych powinna się poprawiać. Rosnące znaczenie stacji tematycznych może powodować, że duzi gracze będą zwiększali swoje wpływy wolniej od całego sektora. O ile w Cyfrowym Polsacie w tym roku efekt ten będzie tuszowany przez wzrost zasięgu technicznego, o tyle w przyszłym roku tendencja ta powinna być widoczna zarówno w TVN jak i Cyfrowym Polsacie z jednakową siłą. Podtrzymujemy neutralne nastawienie do spółek telewizyjnych.

### TP SA zainteresowana 'n', nie TVN

Na konferencji powynikowej Prezes TP SA Maciej Witucki stwierdził, że jego spółka nie jest zainteresowana nabyciem Grupy TVN. W przypadku, gdyby na sprzedaż była platforma 'n' TP SA przyjrzy się dokładnie ofercie. Sprzedaż platformy 'n' jest naszym zdaniem najprostszym sposobem na częściowe zdelewarowanie Grupy TVN przy zachowaniu najbardziej perspektywicznych aktywów. Nie widzimy szans, by spółka mogła uzyskać za segment płatnej telewizji cenę jaką za niego zapłaciła (łącznie 329,2 mln EUR) i w takim scenariuszu TVN rozpoznałby dużą księgową stratę, jednak mimo to wobec dużej konkurencji na rynku byłoby to naszym zdaniem lepsze rozwiązanie niż dalsza inwestycja w rozwój 'n'.

## IT



## AB (Kupuj)

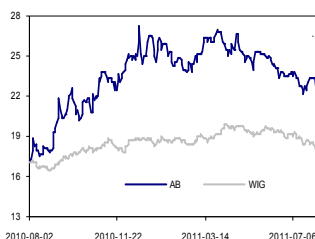
Cena bieżąca: 21,99 PLN    Cena docelowa: 27,6 PLN

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		
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)	339,9
marża EBITDA	2,9%	2,2%		2,0%		2,0%		EV (cena bieżąca)	424,7
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	13,0	9,7		6,6		7,9		Zmiana ceny: 1m	-7,6%
P/CE	10,9	8,4		5,6		7,0		Zmiana ceny: 6m	-11,3%
P/BV	1,3	1,2		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	16,3%
EV/EBITDA	5,6	7,3		5,9		6,1		Max (52 tyg.)	27,2
Dywidenda (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	17,4



Skumulowany wynik netto AB za cztery ostatnie kwartały wynosi 50,9 mln PLN (około 42,0 mln PLN bez uwzględnienia wpływu z wygranej w sporze sądowym z Raiffeisenem). Tymczasem obecna kapitalizacja spółki sięga około 367 mln PLN, co sprowadza wskaźniki wyceny do 6,6xP/E 2010/11 (8,7xP/E 2010/11 bez odwróconej rezerwy). Wśród inwestorów pojawiają się obawy czy branża dystrybucji IT poradzi sobie z rosnącym kapitałem obrotowym i presją inflacyjną. W naszej opinii charakter sprzętu IT (duża kompleksowość oferty pod względem cenowym oraz przyzwyczajenie społeczeństwa do wahań cen) powoduje, że inflacja cen w gospodarce podobnie jak wahania kursów walut nie powinny wpływać na uzyskiwaną rentowność, gdyż droższe produkty zostaną wyparte przez tańsze przy zachowaniu marży dystrybutora. Większe zagrożenie widzimy po stronie kapitału obrotowego, którego wzrost jest efektem polityki producentów laptopów dążących do maksymalizacji sprzedaży bez względu na warunki rynkowe. Naszym zdaniem może to prowadzić w dłuższej perspektywie do nasycenia rynku i załamania sprzedaży. Biorąc pod uwagę fakt, że problem dotyczy jednej grupy produktowej nie sądzimy jednak, by zagrażało to pozycji dystrybutorów. Podnosimy rekomendację do kupuj.



## Action (Trzymaj)

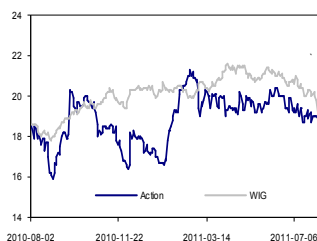
Cena bieżąca: 18,9 PLN

Cena docelowa: 18,16 PLN

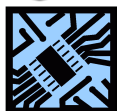
Analitik: Piotr Grzybowski

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)	325,7
marża EBITDA	1,6%	2,3%		2,3%		2,3%		EV (cena bieżąca)	392,1
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	14,0	12,4		10,1		8,7		Zmiana ceny: 1m	-1,6%
P/CE	9,3	8,5		7,9		7,0		Zmiana ceny: 6m	-6,2%
P/BV	1,8	1,7		1,6		1,4		Zmiana ceny: 12m	2,3%
EV/EBITDA	7,5	8,2		7,3		6,4		Max (52 tyg.)	21,3
Dywid (%)	0,0	4,3		3,0		4,0		Min (52 tyg.)	15,9



Dobre wyniki za drugi kwartał jakie naszym zdaniem Action pokaże w nadchodzącym miesiącu potwierdzać będą osiągnięcie opublikowanej niedawno prognozy całorocznej (34,0 mln PLN zysku netto), która implikuje wskaźnik wyceny na poziomie 10,1xP/E. Na tle branży wskaźnik ten w coraz mniejszym stopniu wydaje się dawać potencjał wzrostowy dla spółki. Uwzględniając spadek relatywnej atrakcyjności spółki obniżamy naszą rekomendację dla Actionu do trzymaj.



## ASBIS (Akumuluj)

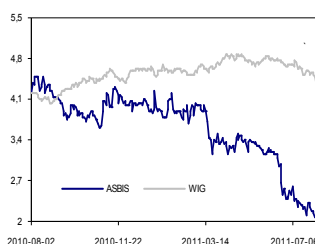
Cena bieżąca: 2,06 PLN

Cena docelowa: 4,32 PLN

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

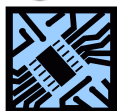
(mIn USD)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 167,9	1 435,1	22,9%	1 490,8	3,9%	1 620,0	8,7%	Liczba akcji (mln)	55,5
EBITDA	5,8	13,0	124,8%	19,0	46,0%	25,1	32,0%	MC (cena bieżąca)	114,3
marża EBITDA	0,5%	0,9%		1,3%		1,5%		EV (cena bieżąca)	214,0
EBIT	2,9	9,4	225,6%	16,0	69,6%	22,0	37,6%	Free float	41,0%
Zysk netto	-3,2	0,9		7,8	738,4%	12,6	62,2%		
P/E		43,8		5,2		3,2		Zmiana ceny: 1m	-20,5%
P/CE		9,0		3,8		2,6		Zmiana ceny: 6m	-47,0%
P/BV	0,4	0,4		0,4		0,4		Zmiana ceny: 12m	-54,0%
EV/EBITDA	9,0	5,7		4,0		3,1		Max (52 tyg.)	4,5
Dyyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,1



Asbis w drugi kwartale po raz kolejny zawiedzie wynikami, gdyż spółka poniesie dotkliwie straty z uwagi na straty na różnicach kursowych poniesione w wyniku dewaluacji białoruskiego rubla. Spółka tym samym nie będzie w stanie zrealizować wcześniejszej prognozy rocznej, która przewidywała osiągnięcie zysku netto w przedziale 6,0-7,5 mln USD. Po weryfikacji nowe całoroczne cele spółki to zaledwie 3,0-4,5 mln USD, a do 2,5 mln USD ujemnych różnic kursowych w 2Q2011 dojść może 1,0 mln USD strat związanych z działalnością na tamtejszym rynku. Uwzględniając słabsze wyniki zrealizowane przez spółkę na Białorusi będziemy zmuszeni dokonać korekty naszych oczekiwań na bieżący rok jak również zrewidować w dół nasze oczekiwania na kolejne lata. Tymczasowo podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

### Komunikat w sprawie Białorusi, obniżenie prognoz

Asbis poinformował w komunikacie, że strata na Białorusi wyniesie w 2Q2011 2,5 mln USD, a dalsze operacje w tym kraju mogą przynieść dodatkowy 1,0 mln USD strat. W rezultacie obniżona została całoroczna prognoza wyników z 6,0-7,5 mln USD poprzednio do 3,0-4,5 mln USD obecnie. Powyższy komunikat mocno obniża wiarygodność spółki, która mimo wielu obietnic nie zapanowała nad ryzykiem walutowym swojej działalności. Z uwagi na straty na Białorusi nasza całoroczna prognoza wyników będzie musiała ulec głębokiej korekcie.



## Asseco Poland (Kupuj)

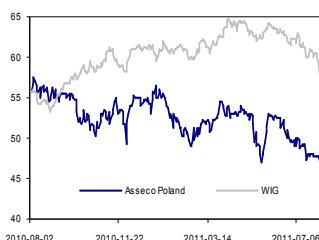
Cena bieżąca: 46,9 PLN

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)	3 637,8
marża EBITDA	21,2%	21,5%		17,5%		17,4%		EV (cena bieżąca)	4 573,7
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	9,7	8,8		9,3		8,6		Zmiana ceny: 1m	-6,1%
P/CE	7,4	6,7		6,7		6,3		Zmiana ceny: 6m	-8,7%
P/BV	0,8	0,6		0,6		0,5		Zmiana ceny: 12m	-18,5%
EV/EBITDA	6,3	6,5		5,6		5,2		Max (52 tyg.)	57,6
Dyyield (%)	3,1	3,1		3,8		3,5		Min (52 tyg.)	46,9



W ostatnim miesiącu niepokój inwestorów mogły wzbudzić wypowiedzi Prezesa dotyczące potencjalnych dużych przejęć w Europie. Naszym zdaniem akwizycja podmiotu o skali działalności większej niż w przypadku samego Asseco nadmiernie zwiększa ryzyko operacyjne, a także wprowadza dużą niepewność w kontekście wyceny (Grupa w obecnej strukturze może docelowo stanowić mniej niż połowę jej przyszłych aktywów). Ponadto rosnąca niepewność dotycząca globalnego otoczenia makroekonomicznego również nie sprzyja podejmowaniu decyzji o tak dużym wysiłku finansowym, jakim dla Asseco byłoby udźwigniecie finansowego ciężaru takiego przejęcia. Dlatego też późniejsze wypowiedzi Prezesa Górala mówiące o poprzedzeniu ewentualnego powiązania kapitałowego dwuletnim okresem współpracy operacyjnej dają nadzieję, że do czasu ewentualnej transakcji globalna sytuacja gospodarcza się wykrystalizuje, a Asseco Poland uda się mocniej zintegrować Grupę w obecnej postaci. Obecna Grupa Asseco Poland notowana jest przy wskaźnikach 9,3xP/E oraz 5,6xEV/EBITDA, co w połączeniu z walorami defensywnymi czyni z Asseco Poland dobrą inwestycję na wypadek materializacji negatywnego scenariusza makroekonomicznego. **Podtrzymujemy rekomendację kupuj.**

### Nowa polityka akwizycyjna

W wywiadzie dla PAP Prezes Adam Góral oznajmił, że Asseco Poland powoli zmienia koncepcję rozwoju akwizycyjnego i od teraz będzie się skupiać przede wszystkim na dużych podmiotach. Jego zdaniem praca koncepcyjna i operacyjna, jaką Asseco Poland musiałoby wykonać przy przejęciu mniejszych firm jest znacząco większa niż przy przyjęciu dużych firm, które są przygotowane prawnie i finansowo. Tymczasem, w jego opinii Formula Systems pokazała, że Asseco może sprostać dużym projektom i dlatego lepiej związać się z kolejnym dużym partnerem, który istotnie pomoże we wzroście Grupy, niż kupować dużo małych firm. Jednocześnie Prezes oznajmił, że z uwagi na złożoność procesu przygotowania akwizycji, informacji o ewentualnych przejęciach można oczekiwać potencjalnie dopiero w 2012 roku. Informację o zmianach w polityce akwizycyjnej odbieramy bardzo negatywnie. W wypowiedzi Prezesa daje się odczuć nastawienie na wzrost Grupy zamiast wykreowanie wartości dla akcjonariuszy. W przypadku niedużych akwizycji Asseco zazwyczaj włączało do Grupy spółki, które posiadały ciekawe rozwiązania informatyczne, ale z racji niewielkich rozmiarów nie miały wystarczającej siły przebicia, by móc wprowadzić je na szeroki rynek. Połączenie kanałów sprzedażowych i rozbudowanych relacji z klientami posiadanych przez Asseco z ciekawym portfolio produktowym dawało szansę na wykreowanie wartości dodanej z akwizycji. W przypadku dużych podmiotów nie widzimy szans na taki efekt, gdyż podmiot taki w domyśle posiadałby już silne relacje z kluczowymi klientami. Spółka mogłaby przykładowo przy odpowiednio dużym rozwodnieniu nabyć Microsoft przez co wielokrotnie zwiększyłaby przychody i uzyskała dostęp do unikalnych rozwiązań informatycznych, ale niekoniecznie transakcja ta stanowiłaby jakąkolwiek wartość dodaną dla akcjonariuszy spółek. Również po stronie kosztowej ciężko upatrywać istotnych synergii. Na rynku europejski Asseco wciąż jest mocno rozproszonym graczem i mało prawdopodobne jest by udało się przeprowadzić jakieś znaczące konsolidacje w ramach łączonych podmiotów tym bardziej, że zgodnie ze swoją polityką Asseco przejmowałoby większościowy pakiet, ale nie całość udziałów w kupowanym podmiocie. Dlatego też jako jedyną możliwość wykreowania wartości dodanej dla obecnych akcjonariuszy jest zakup spółki z dyskontem do jej bieżącej wartości. Taki scenariusz wydaje się mało prawdopodobny, zatem jedyną konsekwencją będzie wzrost skali działalności Grupy bez wygenerowania jakiegokolwiek wartości dla obecnych akcjonariuszy. Jednocześnie akwizycja w sugerowanych przez Prezesa rozmiarach potęguje ryzyko w razie błędnej oceny wartości nabywanej spółki.

### Prezes oczekuje dobrych wyników w 2Q i w całym 2011 roku

Zdaniem Prezesa Górala w wynikach Asseco Poland za II kw. 2011 r. nie powinno być raczej

żadnych istotnych zdarzeń jednorazowych, jak to miało miejsce przed rokiem. Grupa spodziewa się bardzo dobrego wyniku na poziomie operacyjnym m.in. dzięki konsolidacji Formuli Systems. Grup odnotowała też w porównaniu do poprzedniego odczytu wzrost wartości backlogu i obecnie jest on według słów Prezesa wysoki. Nie należy jednak oczekiwać w tym roku istotnego wzrostu wyniku netto. Zapowiadane przez Prezesa dobre wyniki za drugi kwartał potwierdzają pomyślnie perspektywy dla spółki. W odniesieniu do całorocznych oczekiwań dla zysku netto nasza prognoza przewiduje niewielki spadek raportowanego poziomu zysku netto z uwagi na bazę porównawczą zawyżoną przez wpływ netto zdarzeń jednorazowych. Dlatego też nawet niewielki wzrost zysku netto r/r stanowiłby pozytywne zaskoczenie w relacji do naszych oczekiwań.

### Akwizycje Sapiensa

Sapiens International Corporation, izraelska spółka z Grupy Asseco Poland, podpisała umowę o połączeniu z dwoma firmami dostarczającymi rozwiązania dla ubezpieczeń: IDIT I.D.I Technologies oraz FIS Software. Sapiens International wyemituje dotychczasowym akcjonariuszom IDIT i FIS Software 17,5 mln akcji zwykłych i warranty na zakup 1 mln akcji zwykłych. Dodatkowo Sapiens zapłaci 6,75 mln USD w gotówce. Warunki zawieszające, określone w umowie kupna akcji, przewidują odstąpienie stron od umowy, gdy cena akcji Sapiens będzie poniżej ustalonej uprzednio ceny. Przewidywany czas zamknięcia transakcji to 45 dni. FIS Software Ltd. oferuje kompleksowe rozwiązanie klasy Enterprise dla towarzyszy specjalizujących się w ubezpieczeniach na życie oraz emerytalno-rentowych. Baza klientów spółki ma zasięg ogólnoswiatowy i obejmuje Wielką Brytanię, Europę, region Azji-Pacyfiku oraz Amerykę Północną. IDIT I.D.I. Technologies Ltd. oferuje kompleksowe zintegrowane rozwiązanie modułowe przeznaczone dla firm ubezpieczeniowych specjalizujących się w ubezpieczeniach majątkowych i wypadkowych. Spółka koncentruje swoje działania na rynkach Europy, Wielkiej Brytanii, Australii i regionu Azji-Pacyfiku. Przy obecnej wycenie Sapiensa (3,84 USD za akcję) wartość przeprowadzonej transakcji to około 77,8 mln USD (około 71,0 mln USD za akcje+warranty oraz 6,75 mln USD w gotówce). Wyemitowana liczba akcji stanowić może potencjalnie około 85% liczby akcji znajdujących się w tej chwili w obrocie. Oznacza to, że zaangażowanie Formula Systems w Sapiensa spadłoby poniżej 50%.

### Wywiad z Prezesem Góralem

Prezes Adam Góral udzielił *Reutersowi* wywiadu, w którym nakreślił plan nawiązania współpracy operacyjnej z dużym europejskim graczem informatycznym. Jeżeli wyniki współpracy okazałyby się zadowalające to po dwóch latach spółki mogłyby pomyśleć o zacieśnieniu współpracy poprzez powiązania kapitałowe. Jednocześnie inne plany akwizycji, przynajmniej na dużą skalę, Asseco Poland na razie odkłada na półkę. Nie wykluczone są jedynie drobne przejęcia. Wobec ograniczonych potrzeb finansowych związanych z akwizycjami Asseco Poland może wypłacić nawet 40% wypracowanego zysku w formie dywidendy. Zgodnie ze słowami Prezesa zysk netto 2011 roku powinien być przy tym porównywalny do osiągniętego w 2010 roku. Scenariusz współpracy z dużym partnerem jest z pewnością dużo bardziej korzystny dla akcjonariuszy niż szybkie przejęcie. W odniesieniu do oczekiwanego przez Prezesa zysku netto należy podkreślić, że byłoby to dla spółki bardzo duże osiągnięcie biorąc pod uwagę skalę jednorazowych wydarzeń, które podniosły zeszłoroczne wyniki oraz zakończenie wdrożenia w PKO BP. Współczynnik wypłaty zysku na poziomie 40% generowałby około 165 mln PLN dywidendy, co przekładałoby się na około 2,15 PLN dywidendy na akcję. W warunkach obecnej ceny akcji (47,9 PLN) oznaczałoby to rentowność dywidendową na poziomie 4,4%.



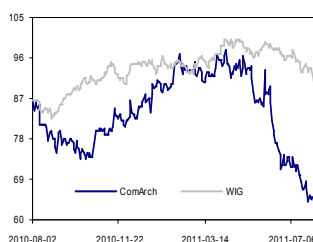
## ComArch (Trzymaj)

Cena bieżąca: 63,25 PLN    Cena docelowa: 88 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(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)	509,3
marża EBITDA	7,7%	8,4%		10,7%		11,5%		EV (cena bieżąca)	398,6
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	15,8	11,7		11,7		9,9		Zmiana ceny: 1m	-11,6%
P/CE	6,9	6,1		6,2		5,7		Zmiana ceny: 6m	-33,4%
P/BV	0,9	0,9		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	-26,1%
EV/EBITDA	7,4	6,5		4,6		3,9		Max (52 tyg.)	98,0
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		3,0		Min (52 tyg.)	63,3



Wyniki Comarchu za drugi kwartał będą stanowiły rozczarowanie dla inwestorów i najprawdopodobniej przesądzą, że Zarządowi nie uda się dotrzymać obietnic złożonych na początku roku w odniesieniu do spółki zależnej Comarch Software und Beratung (w tym roku miała osiągnąć rentowność operacyjną). Choć oczekujemy, że drugie półrocze będzie stało pod znakiem dużej poprawy wyników to jednak realizacja naszych całorocznych prognoz stoi pod dużym znakiem zapytania. Wymagana korekta prognoz doprowadzi najprawdopodobniej do istotnego obniżenia ceny docelowej dla akcji spółki. Dlatego też, mimo znacznego potencjału wzrostowego implikowanego naszą obecną ceną docelową podtrzymujemy neutralną rekomendację dla Comarchu.

### Rozszerzenie zakresu prac w SSE

Comarch poinformował o podpisaniu aneksu do umowy z Łęgprzem sp. z o.o. na realizację IV etapu inwestycji w Specjalnej Strefie Ekonomicznej w Krakowie. Na jego mocy termin realizacji etapu został przesunięty z 31 lipca na 30 września, a wynagrodzenie za realizację podniesione zostało z 17,7 mln PLN do 23,4 mln PLN. Zmiany w umowie wynikają z rozszerzenia zakresu prac. Kwota inwestycji wzrosła o 5,7 mln PLN. Nie stanowi to z punktu widzenia spółki istotnej zmiany pozycji gotówkowej.



## Sygnity (Trzymaj)

Cena bieżąca: 18,41 PLN    Cena docelowa: 28 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-06-09

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	563,2	524,0	-7,0%	552,0	5,3%	632,0	14,5%	Liczba akcji (mln)	11,9
EBITDA	-69,1	-7,5	-89,2%	38,3		49,1	28,4%	MC (cena bieżąca)	218,8
marża EBITDA	-12,3%	-1,4%		6,9%		7,8%		EV (cena bieżąca)	221,8
EBIT	-103,6	-34,3	-66,9%	17,8		35,0	97,3%	Free float	82,5%
Zysk netto	-104,5	-42,8	-59,1%	4,7		21,8	362,4%		
P/E				46,5		10,0		Zmiana ceny: 1m	-29,7%
P/CE				8,7		6,1		Zmiana ceny: 6m	1,2%
P/BV	0,8	1,0		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	27,8%
EV/EBITDA				5,8		4,2		Max (52 tyg.)	28,0
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	12,8



Lipiec upłynął pod znakiem dużej przeceny spółki. W okresie tym jej akcje straciły 22,2% swojej wartości przy niespełnieniu 3% przecenie szerokiego indeksu. Jednocześnie na rynku nie pojawiły się żadne negatywne informacje dotyczące perspektyw spółki. Powyższa przecena może być częściowo spowodowana negatywnym sentymentem w stosunku do spółek z sektora IT oraz w relacji do małych spółek w ogóle. Indeks spółek informatycznych przecenił się w lipcu o 7,3%, a indeks sWIG80 o 9,2%. Ponadto dla indeksu WIG Informatyka wsparciem była duża waga Asseco Poland – bez uwzględnienia tej spółki spadek indeksu spółek informatycznych sięgnął 11,9%. Spadek notowań Sygnity wydaje się jednak wciąż znacząco silniejszy niż przecena pozostałych spółek. Z drugiej jednak strony negatywnie odbieramy chęć mocnego zadłużenia spółki pod ewentualne przejęcia i rozwinięcie portfolio własnych produktów. Inwestycje takie są obciążone bardzo dużym ryzykiem i naszym zdaniem finansowane powinny być ze środków wypracowanych w ramach działalności operacyjnej spółki. W najbliższym czasie przedstawimy aktualizację naszej rekomendacji dla Sygnity. Tymczasowo podtrzymujemy neutralną rekomendację.

### WZA zaakceptowało program menedżerski

Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy przyjęło propozycję programu motywacyjnego dla Zarządu i wyższej kadry menedżerskiej. Zgodnie z jego ustaleniami celami finansowymi jakie ma osiągnąć spółka jest 10 mln PLN zysku netto w bieżącym roku (transza 210 tys. opcji), 30 mln PLN zysku netto w 2012 roku (transza 210 tys. opcji) oraz 37-57 mln PLN zysku netto w 2013 roku (90-180 tys. opcji). Dodatkowo w celu przyznania akcji uprawnionym wcześniej spółka musi dokonać skupu akcji z rynku. Podtrzymujemy opinię, że cele wyznaczone w programie są niezwykle ambitne, przy czym w bieżącym roku cel wydaje się najbardziej w zasięgu spółki. Rzeczywiste uruchomienie programu skupu akcji może działać stabilizująco na kurs akcji w najbliższym okresie.

### Kontrakt z MPiPS

Sygnity podpisało umowę na utrzymanie i rozwój systemu teleinformatycznego w Ministerstwie Pracy i Polityki Społecznej. Wartość zlecenia to ponad 30,6 mln PLN brutto. Umowa obejmuje utrzymanie i rozwój systemu teleinformatycznego i obowiązywać będzie do 30 czerwca 2013 roku. Kwota netto kontraktu (25,1 mln PLN) stanowi 4,6% naszej tegorocznej prognozy przychodów spółki. Jest to pierwszy od dłuższego czasu tak pokaźny zastrzyk do portfela kontraktów spółki. Sygnity wciąż musi jednak aktywizować stronę sprzedażową, by postawione przed Zarządem cele wynikowe mogły być osiągalne. Podtrzymujemy neutralne nastawienie.

### Kontrakty w sektorze bankowym za 20 mln PLN

Sygnity poinformowało w komunikacie, że w ciągu ostatnich dwóch miesięcy podpisało kontrakty o wartości 20 mln PLN z podmiotami z sektora bankowego m.in. Bankiem Zachodnim WBK, Lukas Bankiem, Invest Bankiem oraz Bankiem Polskiej Przedsiębiorczości. Umowy z BZ WBK i Invest Bankiem realizowane będą do końca 2013 roku. Umowa z Lukas Bankiem obowiązuje przez 18 miesięcy. Jeżeli traktować powyższe umowy jako zasilające portfel zamówień w ciągu ostatnich dwóch miesięcy to powyższą kwotę w ujęciu netto należałoby dodać do obecnego backlogu spółki. W przypadku umowy z Lukas Bankiem w komunikacie wspomniane jest jednak, że umowa została podpisana pod koniec 1Q2011, co oznaczałoby, że znalazła się w dotychczas raportowanym portfelu zamówień. Z uwagi na dłuższy okres obowiązywania powyższe umowy tylko w nieznacznym stopniu zasilą będą tegoroczny backlog (około 4-5 mln PLN).

### Rozpoczęcie skupu akcji własnych

Sygnity poinformowało o rozpoczęciu programu skupu akcji własnych. Program skupu ma



potrwać do 30 czerwca 2012 roku. Maksymalna liczba akcji skupionych w ramach programu ma wynieść 210 tys. Maksymalna kwota jaka ma być przeznaczona na wykup to 5,027 mln PLN. Program skupu akcji powinien być czynnikiem stabilizującym kurs spółki.

## Górnictwo, metale



## KGHM (Akumuluj)

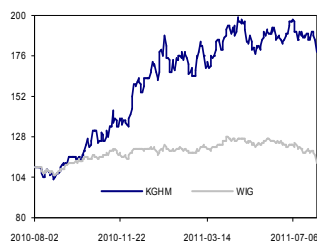
Cena bieżąca: 179 PLN    Cena docelowa: 189,6 PLN

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-13

Podstawowe dane (mIn PLN)

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana		
Przychody	11 060,5	15 945,0	44,2%	18 649,6	17,0%	15 564,7	-16,5%	Liczba akcji (mln)	200,0
EBITDA	3 645,7	6 253,6	71,5%	8 359,0	33,7%	5 315,7	-36,4%	MC (cena bieżąca)	35 800,0
marża EBITDA	33,0%	39,2%		44,8%		34,2%		EV (cena bieżąca)	32 518,4
EBIT	3 098,1	5 638,1	82,0%	7 725,6	37,0%	4 662,4	-39,6%	Free float	68,0%
Zysk netto	2 540,2	4 568,6	79,9%	7 016,4	53,6%	4 357,1	-37,9%		
P/E	14,1	7,8		5,1		8,2		Zmiana ceny: 1m	-9,6%
P/CE	11,6	6,9		4,7		7,1		Zmiana ceny: 6m	1,6%
P/BV	3,4	2,5		2,1		1,9		Zmiana ceny: 12m	62,7%
EV/EBITDA	9,6	5,3		3,9		6,1		Max (52 tyg.)	198,4
Dywidenda (%)	6,5	1,7		11,2		5,6		Min (52 tyg.)	102,4



Akcje KGHM w ostatnich miesiącach pokazują niezwykłą siłę w relacji do słabego zachowania się indeksów szerokich oraz spółek z branży górniczej, również specjalizujących się w wydobyciu miedzi. W krótkim okresie oczekujemy, że coraz bardziej prawdopodobny scenariusz wprowadzenia przez USA kolejnych pakietów stymulujących gospodarkę będzie pozytywnie wpływał na zachowanie się cen metali, dlatego pomimo osiągnięcia przez cenę akcji KGHM naszej ceny docelowej pozostawiamy pozytywną rekomendację.

## Na rynku miedzi

W lipcu średnia cena miedzi na LME wyniosła 9 670 USD/t i była o 5,5% wyższa niż średnia w 2Q. W przeliczeniu na PLN różnica wynosi 7,1%. Niewielkie różnice odnotowało srebro. W lipcu średnie ceny srebra były o 0,1% wyższe niż w 2Q i o 2,1% wyższe w wyrażeniu złotówkowym. Lipiec przyniósł wzrost zapasów na giełdach (+32 tys. ton), które osiągnęły poziom 670 tys. ton. Wzrost zapasów nastąpił przede wszystkim na giełdzie w Szanghaju (+27 tys. ton), gdzie ceny surowca są wyższe od cen LME o ok. 15%.

## Odroczenie sprzedaży Dialogu

Jak informują przedstawiciele spółki KGHM opóźni się sprzedaż Dialogu do czasu uzyskania przez Z. Solorza zgody UOKiK na kupno Polkomtela. Naszym zdaniem, nie ma przeciwwskazań, żeby UOKiK wydał taką zgodę, dlatego transakcja powinna zostać „dopięta” jeszcze w tym roku. Wpływy gotówkowe szacowane są na 850-950 mln PLN. Nasza wycena Dialogu jest o blisko 30% niższa.



## LW Bogdanka (Kupuj)

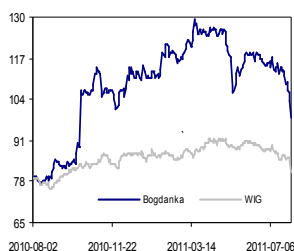
Cena bieżąca: 98,4 PLN

Cena docelowa: 130,5 PLN

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-13

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 118,4	1 230,4	10,0%	1 369,7	11,3%	2 064,0	50,7%	Liczba akcji (mln)	34,0
EBITDA	368,0	414,5	12,7%	402,5	-2,9%	758,1	88,3%	MC (cena bieżąca)	3 346,9
marża EBITDA	32,9%	33,7%		29,4%		36,7%		EV (cena bieżąca)	3 395,5
EBIT	226,7	276,5	21,9%	244,5	-11,6%	530,4	116,9%	Free float	33,0%
Zysk netto	191,5	230,4	20,3%	185,4	-19,6%	412,2	122,4%		
P/E	17,5	14,5		18,1		8,1		Zmiana ceny: 1m	-15,2%
P/CE	10,1	9,1		9,7		5,2		Zmiana ceny: 6m	-18,9%
P/BV	1,9	1,7		1,6		1,4		Zmiana ceny: 12m	23,3%
EV/EBITDA	7,9	7,6		8,4		4,2		Max (52 tyg.)	129,2
Dywid (%)	0,2	2,7		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	77,5



**Słabe wyniki za 2Q (obniżenie konsensusu prognoz rocznych na 2011) powinny być dobrą okazją do kupna akcji spółki. Podtrzymujemy, że obecne problemy z wydobywaniem i uruchomieniem produkcji w Polu Stefanów mają charakter tymczasowy i powinny zostać usunięte w 4Q2011. Otoczenie rynkowe zmienia się na korzyść spółki (spadek zapasów węgla, wzrost cen), co oznacza, że oczekiwany wzrost wolumenu wydobywania w ostatnim kwartale i możliwość sprzedaży węgla na SPOT pozwolą na skokowy wzrost wyników. Na obecną chwilę nie widzimy przesłanek do zmiany prognoz na rok 2012.**

### Spadają zapasy i produkcja

W maju po raz kolejny obniżyły się zapasy węgla kamiennego (-8,2% m/m) osiągając poziom 2,3 mln ton. W ujęciu rocznym jest to spadek o 62%, tj. 3,8 mln ton. Obecny poziom zapasów zbliża się do poziomu z lat 2007-2008, kiedy oscylowały one na poziomie 1,4-2 mln ton a zakłady energetyczne w obawie o problemy z zaopatrzeniem na okres zimowy zaczęły kupować drogi węgiel z importu. Powodem takiego stanu rzeczy jest nadal obserwowany spadek produkcji węgla na Śląsku. W pierwszych pięciu miesiącach roku wydobyty wolumen surowca obniżył się o 3,8%, tj. o 930 tys. ton. W tym czasie sprzedaż węgla dla energetyki wzrosła o blisko 11% (2,4 mln ton). Niedoinwestowanie sektora wydobywczego powoduje, że zwiększenie produkcji jest prawie niemożliwe, co oznacza, że utrzymanie się popytu na obecnych poziomach będzie skutkowało koniecznością ponownego uzupełniania potrzeb energetyki z importu. Obecnie ceny węgla importowanego (SPOT) są o ok. 3 PLN/GJ wyższe niż krajowego (+25%).

## Przemysł

### Amica

#### Sprzedaż w IH'11 zgodna z założeniami budżetowymi

W wywiadzie udzielonym PAP Prezes Rutkowski przedstawił, że wyniki zanotowane po pierwszym półroczu są zbliżone do założeń budżetowych firmy. Według rozmówcy, bardzo dobra sprzedaż zanotowana została w Rosji, natomiast dużo słabiej w porównaniu do analogicznego okresu roku ubiegłego radzi sobie rynek lokalny. Na mniej istotnych rynkach sytuacja również wygląda różnicowanie – w Czechach sprzedaż jest zgodna z budżetem, niższe przychody zostały zanotowane natomiast w Anglii, gdzie zbankrutował jeden z większych odbiorców (Spółka nie poniosła jednak jednorazowych strat z tego powodu). Według Rutkowskiego Amica od kilku tygodni nie sprzedaje już pralek i lodówek od Samsunga. Te zastąpione zostały produktami od partnerów z Chin i Turcji. Według Prezesa rentowność na tych produktach powinna być znacznie lepsza, co wynika z korzystniejszych warunków z nowymi dostawcami. Spółka rozważa trzy opcje rozwoju fabryki kuchni we Wronkach (decyzja ma zapaść do końca września). W grę wchodzi rozbudowa bieżącej fabryki, przejęcie innej fabryki lub outsourcing. Spółka rozmawia również nad potencjalnym przejęciem dystrybutora. Prezes zapowiada, że uchwalony skup akcji własnych (nie więcej niż 10% akcji w obrocie za kwotę maksymalnie 150 mln PLN) mógłby się zacząć na jesieni. Spółka podtrzymuje, że do końca roku nastąpi sprzedaż Centrum Handlowego Panorama i Centrum Logistycznego w Gorzowie.

### Grajewo

#### Wywiad z Prezesem

W wywiadzie udzielonym agencji PAP Prezes Gątkiewicz oświadczył, że wyniki 2Q11 są zgodnie z założeniami Spółki. Dobrze wygląda sprzedaż na rynkach zachodnich, na które eksportują klienci Grajewa, oraz na rynku rosyjskim. Spółka pracuje nad nowymi produktami dla branży budowlanej (w ubiegłym roku do sprzedaży wprowadzona została płyta MFP). Według Prezesa cena drewna ustabilizowała się po ostatnich istotnych wzrostach, oczekiwany jest natomiast dalszy wzrost cen w drugiej połowie roku. W ostatnim czasie spadał koszt melaminy, rosła natomiast cena mocznika. Zarząd podtrzymuje wcześniejsze zapowiedzi, których celem jest osiągnięcie dodatniego wyniku na wszystkich poziomach. Prezes zapowiedział, że po uzyskaniu środków z emisji akcji i kredytu, Grajewo będzie w stanie samodzielnie wybudować fabrykę w Rosji. Prace nad projektem ruszą na przełomie III i IV kwartału br., a fabryka będzie gotowa najwcześniej w drugiej połowie 2013 roku (pierwszym pełnym rokiem użytkowania nowego zakładu byłby rok 2014).

### Zetkama

#### Prognoza Zarządu w górę

Spółka poinformowała w komunikacie o podniesieniu przez Zarząd prognozy wyników finansowych na 2011 rok. Nowe szacunki zakładają, że przychody ze sprzedaży wyniosą 221,4 mln PLN (vs. 213,8 mln PLN wcześniej), EBITDA 29,6 mln PLN (vs. 23,0 mln PLN wcześniej), zysk netto 16,1 mln PLN (vs. 10,5 mln PLN wcześniej). Spółka na nowej prognozie Zarządu notowana jest ze wskaźnikami 7,22 P/E. Po 1Q11 bieżąca prognoza Zarządu wykonana jest w 26,2% na poziomie przychodów, 22,4% EBITDA i 21,9% zysku netto.



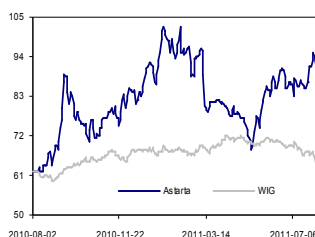
## Astarta (Sprzedaj)

Cena bieżąca: 90,5 PLN      Cena docelowa: 63,6 PLN

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(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)	2 262,5
marża EBITDA	40,6%	58,5%		43,7%		30,5%		EV (cena bieżąca)	2 402,1
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	19,9	6,7		9,5		18,2		Zmiana ceny: 1m	4,9%
P/CE	15,5	5,7		7,5		12,0		Zmiana ceny: 6m	-7,9%
P/BV	4,8	3,0		2,3		2,2		Zmiana ceny: 12m	45,3%
EV/EBITDA	13,5	6,1		7,2		9,9		Max (52 tyg.)	102,0
Dywidenda (%)	0,0	0,0		0,0		3,7		Min (52 tyg.)	62,0



Wysoka dynamika rezultatów w 2Q11, jaka wynika ze wstępnych szacunków Zarządu (przychody +53,2% r/r, EBITDA +54,7% r/r) i spodziewana 23 sierpnia publikacja raportu za IH'11 pozytywnie wpływać powinna na notowania Astarty w perspektywie miesiąca. Z drugiej strony sentyment może słabnąć na skutek rosnącej presji na ceny zbóż na świecie. W regionie Morza Czarnego wszyscy kluczowi eksporterzy zboża rewidują swoje prognozy w górę i spodziewają się zwiększenia produkcji w bieżącym sezonie (Ukraina 48-51 mln ton vs. 39 mln ton w 2010, Rosja 85-90 mln ton vs. 60 mln ton rok wcześniej, Kazachstan 15 mln ton vs. 9 mln ton w 2010 roku). Nie bez znaczenia będą również informacje dotyczące spodziewanych bardzo dobrych zbiorów buraka cukrowego na Ukrainie. Deszcze, jakie trwają do tej pory pozytywnie wpływają na wzrost rośliny i według szacunków Ukraińskiego Zrzeszenia Rolników nawet, jeśli w sierpniu upały będą zbliżone do zeszłorocznych, to zbiory buraka cukrowego na Ukrainie pozwolą za wyprodukowanie 1,9 mln ton cukru (konsumpcja 1,8-2,0 mln ton). To z kolei spowoduje, że po raz pierwszy od czterech lat Ukraina będzie mogła w pełni zaspokoić własne zapotrzebowanie na cukier. Wierzymy, że będzie to miało wpływ na spadek cen, które historycznie są bardzo elastyczne na zmiany wielkości produkcji. Podtrzymujemy rekomendację sprzedaj.

### Urząd Hydrometeorologiczny komentuje obfite deszcze

Zdaniem Urzędu Hydrometeorologicznego obfite deszcze, jakie obserwujemy przez ostatnie dwa tygodnie na Ukrainie mają negatywny wpływ na wielkość zbiorów zbóż ozimych (deszcze powodują opóźnienia w żniwach). Departament spodziewa się całorocznych zbiorów zbóż na poziomie 43 mln ton (vs. 39 mln ton rok wcześniej), czyli o 1 mln ton mniej niż zakładała wcześniejsza prognoza. Zdaniem Urzędu obecnie trwające deszcze mają pozytywny wpływ na wielkość zbiorów roślin industrialnych, czyli kukurydzy, słonecznika i buraka cukrowego.

### Wstępne wyniki Zarządu za IH11

Spółka podała w komunikacie, że według wstępnych obliczeń przychody w pierwszej połowie roku sięgnęły 1300 mln UAH, a wynik EBITDA 750 mln UAH. Wstępne szacunki Zarządu za IH11 implikują, że przychody w 2Q11 wyniosły 746,4 mln UAH (-14,7% vs. prognoza DI BRE), a EBITDA 473,5 mln UAH (-21,4% vs. prognoza DI BRE). Niższa niż zakładaliśmy była rentowność EBITDA (63,4% vs. prognoza DI BRE 68,8% i 62,8% w 2Q10). Na podstawie komunikatu trudno obecnie jednoznacznie stwierdzić, czemu wyniki są gorsze od założeń. Zgodnie z naszymi założeniami w IH11 wzrosły przychody ze sprzedaży cukru oraz wolumen sprzedaży zbóż i mleka. Według informacji zawartych w komunikacie wyższy niż w ubiegłym roku był również efekt rewaluacji aktywów biologicznych związanych z produkcją roślinną. Spółka na koniec 2Q11 kontrolowała 230 tys. ha gruntów (vs. 210 tys. ha na koniec 2010 roku). Według wstępnych szacunków, wykonanych na podstawie zbiorów zbóż ozimych, ilość zebranych upraw powinna, według Zarządu, sięgnąć 500 tys. zbóż i roślin oleistych oraz 2 mln buraków cukrowych.

### Ministerstwo Rolnictwa dwukrotnie w ciągu miesiąca podnosi prognozę zbiorów

Ministerstwo rolnictwa ponownie w bieżącym roku zdecydowało się na podniesienie prognozy zbiorów zbóż. Obecnie szacowane jest, że zbiory sięgną 48-51 mln ton, wobec wcześniej spodziewanych 47 mln ton (45 mln ton na początku lipca). W najkorzystniejszym scenariuszu (51 mln ton) zbiory zbóż na Ukrainie będą na poziomie zbliżonym do rekordowego roku 2008, kiedy na terenie kraju zebrano 52 mln ton zbóż. W ubiegłym roku zbiory zbóż sięgnęły 39 mln ton. Duża wielkość zbiorów może mieć wpływ na kształtowanie się cen poszczególnych upraw na rynkach światowych.

**Wywiad z przedstawicielem ukraińskiego zrzeszenia rolników (UAC)**

W wywiadzie udzielonym ukraińskiej agencji informacyjnej przedstawiciel lokalnego zrzeszenia rolników (UAC) przedstawił, że prognozowany wolumen produkcji cukru na Ukrainie w roku 2011/12 połączony ze spodziewanymi zapasami będzie w stanie ściąć ceny na lokalnym rynku. Według przedstawiciela, pierwszy raz od czterech lat Ukraina będzie w stanie w pełni zaspokoić lokalny popyt własną produkcją. W 2011 roku na Ukrainie zasiano burakami cukrowymi 550 tys. ha (+50 tys. ha r/r), co wynikało z zarówno czynników ekonomicznych (trzykrotny wzrost ceny uprawy w latach 2009-2010) oraz politycznych (uprawa buraka była intensywnie rekomendowana przez regionalną administrację). Zgodnie z projekcjami organizacji (UAC) w bieżącym roku farmerzy zbiorą 17-18 mln ton buraków cukrowych, co pozwoli na wytworzenie 2,0-2,2 mln ton cukru. Według przedstawiciela zrzeszenia, biorąc pod uwagę dotychczasowy pozytywny wpływ deszczów, nawet jeśli koniec lata będzie gorący jak w roku ubiegłym, podaż zrówna się z popytem, który wynosi 1,9 mln ton. Dla porównania Ministerstwo Rolnictwa spodziewa się, że tegoroczna produkcja cukru na Ukrainie sięgnie 2 mln ton.

**Gotowość ludności do sprzedaży ziemi – ankieta wśród ludności**

W przeprowadzonej przez Państwową Akademię Nauk 16 lipca na terenie Ukrainy ankiety wśród ludności wynika, że około 11,8% właścicieli ziemskich będzie zainteresowana sprzedażą działek, jeśli moratorium na handel ziemią uprawną zostanie uchylone. 68,5% respondentów zadeklarowało, chęć kontynuacji leasingu posiadanej ziemi, a 18,7% osób oświadczyło, że będzie chętna dokupić więcej areалу.



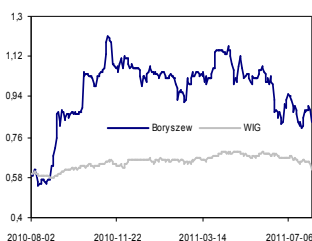
## Boryszew (Kupuj)

Cena bieżąca: 0,83 PLN      Cena docelowa: 1,2 PLN

Analityk: 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)	1 873,1
marża EBITDA	9,4%	8,6%		8,1%		9,2%		EV (cena bieżąca)	2 770,6
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	1,3	10,0		14,1		11,1		Zmiana ceny: 1m	-12,6%
P/CE	0,4	5,4		8,2		7,1		Zmiana ceny: 6m	-17,0%
P/BV	0,1	1,5		2,4		1,9		Zmiana ceny: 12m	36,1%
EV/EBITDA	5,2	7,5		8,3		6,5		Max (52 tyg.)	1,2
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	0,5



**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-IV zwiększył ilość zbywanych samochodów o 14,1%. Z kolei w V'11, gdy sprzedaż samochodów osobowych w UE wzrosła o 8,3% r/r, obok BMW był najskuteczniejszym pod względem sprzedaży koncernem samochodowym. 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. Co więcej współpraca z VW zacieśnia się w obszarze potencjalnych przejęć. Po przejęciu AKT i Theysohn, Volkswagen wyraził zgodę na podwyżki cen produktów obu dostawców (VW to główny klient), co powodować będzie, że zakupywane aktywa będą rentowne na poziomie operacyjnym i netto już w pierwszym roku konsolidacji. Niska cena, za jaką zakupiono nowe Spółki (prawdopodobnie poniżej wartości godziwej) naszym zdaniem spowoduje, że Boryszew zaksięguje pozytywne transakcje jednorazowe w 3Q11 i podniesie prognozę wyników na 2011 rok. Spółka wyniki za IH'11 poda 30 sierpnia. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.**

### Powodzenie emisji akcji serii G

Gazeta *Giełdy Parkiet* poinformowała, że Boryszew pozyskał z emisji akcji serii G 111 mln PLN. Boryszew oferował nowe akcje po cenie emisyjnej 0,10 PLN. W ramach zapisów podstawowych akcjonariusze zapisali się na 99,65% oferowanych walorów, natomiast stopa redukcji przy zapisach dodatkowych wyniosła 99,92%.

### Umowa na zakup spółki z branży automotive

Spółka poinformowała w komunikacie o podpisaniu umowy nabycia 100% udziałów w spółce ICOS GmbH za kwotę 2,1 mln EUR. ICOS jest właścicielem 100% udziałów w spółkach Theysohn Kunststoff GmbH w Salzgitter i Theysohn Formenbau GmbH w Lagenhagen k/ Hannoveru. Pierwsze z przedsiębiorstw to wieloletni dostawca części samochodowych produkowanych w technologii wtrysku do modeli koncernu Volkswagen, takich jak VW Passat, VW Tiguan, VW Golf, VW Polo, Seat Ibiza i wielu innych. Firma specjalizuje się w produkcji dużych elementów z tworzyw sztucznych, takich jak nadkola, elementy drzwi i osłony podwozia zarówno dla samochodów osobowych jak i ciężarowych. Przychody Theysohn Kunststoff w 2010 roku były na poziomie 48 mln EUR. Z kolei Theysohn Formenbau to uznany producent form do produkcji w technologii wtrysku, głównie do przemysłu samochodowego i opakowań o przychodach w 2010 roku na poziomie 11 mln EUR. Znaczącym odbiorcą Spółek Theysohn jest Grupa Volkswagen. Porozumienie z głównym odbiorcą zakłada podwyżki cen produktów w pierwszym roku po akwizycji, co powodować będzie, że przejmowane aktywa będą rentowne już w pierwszym roku konsolidacji. W długim terminie dostawcy do branży automotive osiągają średnio 5% rentowności netto (zbyt duża rentowność byłaby sygnałem dla koncernów, że przepłacają za kupowane podzespoły, z kolei zbyt mała rentowność mogłaby generować ryzyko upadku dostawcy). Zakładając, że w przyszłości Theysohn generowałby 5% rentowności netto, to warunki transakcji implikowałyby przejęcie po 0,71 P/E.

### Przejęcie aktywów AKT

Boryszew poinformował w komunikacie giełdowym o podpisaniu umowy nabycia spółki Altmärker Kunststoff-Technik w miejscowości Gardenlegen w Niemczech oraz udziałów w Spółce AKT Plastikarska Technologie Cechy z siedzibą w Jablonec nad Nisou w Republice Czeskiej za kwotę 6,7 mln EUR. Warunkami zawieszającymi są: uzyskanie zgody właściwego urzędu antymonopolowego oraz zwolnienie spółki czeskiej z poręczenia zobowiązań finansowych AKT w Niemczech. Nabywane aktywa dostarczają elementu plastikowe do

wyposażenia samochodów (wewnętrzne, zewnętrzne, elementy silnika i osprzętu) między innymi do Volkswagena, General Motors/Opel i BMW. Łączne obroty spółek w 2010 roku przekroczyły 140 mln EUR. AKT zatrudnia około 900 pracowników w Niemczech oraz około 200 pracowników w Czechach. Podobnie jak w przypadku Theysohn nabyciu aktywów AKT towarzyszyć będzie zgoda głównych odbiorców (przede wszystkim Volkswagen) na podwyżkę cenników w wyniku czego nabywane spółki będą rentowne już w pierwszym roku konsolidacji przez Boryszew. W długim terminie dostawcy do branży automotive osiągają średnio 5% rentowności netto (zbyt duża rentowność byłaby sygnałem dla koncernów, że przepłacają za kupowane podzespoły, z kolei zbyt mała rentowność mogłaby generować ryzyko upadku dostawcy). Zakładając, że w przyszłości AKT generowałoby 5% rentowności netto, to warunki transakcji implikowałyby przejęcie po 0,96 P/E.



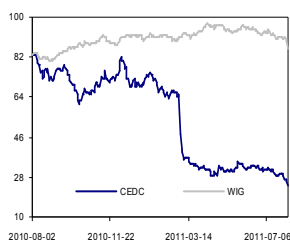
## CEDC (Kupuj)

Cena bieżąca: 24,41 PLN    Cena docelowa: 36,8 PLN

Analityk: Gabriela Borowska

Data ostatniej aktualizacji: 2011-07-21

(m In USD)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (m In 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)	1 775,3
marża EBITDA	28,4%	-0,9%		21,3%		22,1%		EV (cena bieżąca)	5 338,1
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	6,0			7,9		7,7		Zmiana ceny: 1m	-22,9%
P/CE	5,2			6,3		6,0		Zmiana ceny: 6m	-63,1%
P/BV	0,3	0,4		0,3		0,3		Zmiana ceny: 12m	-70,6%
EV/EBITDA	8,4			9,1		7,9		Max (52 tyg.)	83,0
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	24,4



**CEDC osłabił sentyment do spółki przez brak komunikowania na rynek problemów w 2010. Naszym zdaniem złe wyniki były częściowo (i) kwestią przypadku i miały charakter jednorazowy (znaki akcyjne w Rosji), (ii) kwestią zarządzania (marketing Żubrówki Białej w Polsce), (iii) a częściowo były do przewidzenia (wysokie koszty spirytusu). W 1Q 2011 doszły jeszcze problemy z wydawaniem licencji na handel alkoholem w Rosji. Po 1Q 2011 spółka na łamach prasy komunikowała, że wyniki za 2Q 2011 będą słabe oraz, że odbicie nastąpi dopiero w 3Q 2011. Naszym zdaniem w scenariuszach dla CEDC przeważają obecnie pozytywy, jak: (i) koncentracja rynku rosyjskiego (w 2010 udział głównych graczy w rynku wzrósł o 5pp.), (ii) walka rządu z szarą strefą w Rosji (akcyza, licencje, ceny minimalne), (iii) rekordowe ceny pszenicy, których spadek powinien wspierać rentowność brutto (ceny skupu np. w Polsce wzrosły w 2010 o 71%) oraz (iv) niska baza wyników 2H 2010, która pomoże dynamikom w 2H 2011. Te potencjalne czynniki wzrostu przeważają naszym zdaniem nad negatywnymi aspektami spółki takimi jak: (i) wysokie zadłużenie, czy (ii) struktura bilansu. Wyniki 2Q 2011 będą słabe i naszym zdaniem będzie to okazja do kupna akcji przed zapowiadany dobrym 3-4Q 2011. Od 3Q 2011 kończą się problemy z odnawianiem licencji, które wpływały na zakupy hurtowników w Rosji, w samym 1Q 2011 spadek dostaw wyniósł -24,3%, obecnie już ponad 80% odbiorców hurtowych spółki odnowiło swoje licencje. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.**

### Odnowienie zezwoleń dla wszystkich rosyjskich zakładów produkcyjnych

Wszystkie 13 zezwoleń na produkcję, magazynowanie i obrót hurtowy wyrobów spirytusowych dla zakładów produkcyjnych CEDC w Rosji, które podlegały odnowieniu w 2011, zostało odnowionych i przedłużonych na okres pięciu lat. Wielu dystrybutorów nadal przechodzi proces odnowień zezwoleń, którego koniec przewiduje się na początek 3Q 2011. Wiadomość pozytywna. Istotne jednak dla wyników spółki jest również odnawianie licencji przez jej klientów, czyli hurtowników.

### Spożycie alkoholu w Polsce

Wg Euromonitor spożycie wódki na osobę w Polsce wzrośnie z 7,1 l rocznie w 2010 do 7,2 l rocznie w 2015. Przeciętne spożycie whisky na osobę zwiększy się z 0,3 l w 2010 do 0,6 l w 2015, natomiast wina odpowiednio z 7,3 l do 8,2l.



## Centrum Klima (Kupuj)

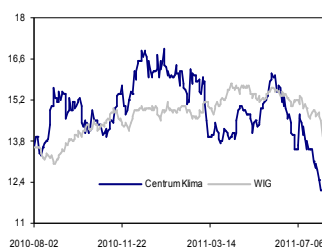
Cena bieżąca: 10,4 PLN

Cena docelowa: 16,9 PLN

Analityk: 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)	88,6
marża EBITDA	13,1%	12,2%		14,2%		14,7%		EV (cena bieżąca)	90,6
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	12,8	13,3		8,9		7,2		Zmiana ceny: 1m	-11,0%
P/CE	10,7	9,8		6,7		5,6		Zmiana ceny: 6m	-22,9%
P/BV	1,4	1,3		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	-12,7%
EV/EBITDA	8,8	9,1		5,7		4,7		Max (52 tyg.)	17,0
Dywid (%)	1,9	4,3		4,4		5,6		Min (52 tyg.)	12,1



W 2Q11 na wyniki Spółki pozytywnie wpływać powinno obserwowane od początku 2011 roku umocnienie złotówki do dolara (8,2%), co zmniejszy koszt zakupu towarów w kanale dystrybucji. Dodatkowo spadki cen stali ocynkowanej, jakie miały miejsce w 2Q11 (-5,9% na przestrzeni kwartału) powinny przekładać się na wzrost marży na produkcji. Dobre otoczenie makroekonomiczne naszym zdaniem może pozytywnie wpłynąć na wyniki operacyjne generowane w 2Q11, które według nas mają dużą szansę rosnać szybciej niż przychody ze sprzedaży. Ostatnie spadki notowań Centrum Klimy naszym zdaniem należałoby wykorzystywać do zakupu akcji Spółki, która obecnie notowana jest na 8,9 P/E na bieżący rok. Centrum Klima wyniki za IH'11 poda 30 sierpnia. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

### Wywiad z Prezesem

W wywiadzie udzielonym *Gazecie Giełdy Parkiet* Prezes Perendyk zapowiedział, że Centrum Klima w 2Q10 zwiększyła produkcję o 33%, a całkowitą sprzedaż o 10% r/r. Dodatkowo w 2Q11 Spółka o 24% poprawiła sprzedaż eksportową (wyższa rentowność). Na wysokość marży pozytywny wpływ powinien mieć spadek cen surowców (stali ocynkowanej) w 2Q11 oraz umocnienie złotówki do dolara. Prezes zapowiada, że bieżąca sprzedaż oraz warunki ekonomiczne jak na razie zapowiadają udany 3Q11.



## Cersanit (Trzymaj)

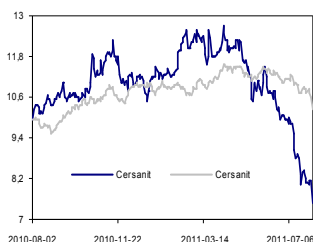
Cena bieżąca: 7,5 PLN

Cena docelowa: 10,7 PLN

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-07-05

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 415,2	1 531,5	8,2%	1 744,2	13,9%	1 899,0	8,9%	Liczba akcji (mln)	216,4
EBITDA	284,7	253,5	-11,0%	296,0	16,7%	351,0	18,6%	MC (cena bieżąca)	1 622,9
marża EBITDA	20,1%	16,6%		17,0%		18,5%		EV (cena bieżąca)	2 346,5
EBIT	168,1	142,0	-15,5%	184,3	29,8%	237,7	29,0%	Free float	29,2%
Zysk netto	-8,1	103,0		114,8	11,4%	157,2	36,9%		
P/E		15,8		14,1		10,3		Zmiana ceny: 1m	-25,0%
P/CE	10,0	7,6		7,2		6,0		Zmiana ceny: 6m	-34,5%
P/BV	1,0	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	-27,7%
EV/EBITDA	7,7	9,7		7,9		6,4		Max (52 tyg.)	12,7
Dywidenda (%)	0,0	0,0		0,0		2,8		Min (52 tyg.)	7,5



Kluczowym dla kształtowania się notowań Cersanitu w kolejnych kwartałach będzie to na ile podwyżki z początku roku (w 1Q11 ceny płytek +3,8% q/q) przełożą się na poprawę marży operacyjnej w 2Q11. Kolejny kwartał, w którym marża brutto ze sprzedaży kształtować się będzie na poziomie bliskim 35% powodować może, że osiągnięcie blisko 300 mln PLN EBITDA w bieżącym roku może być zagrożone. W 2Q10 Spółka zanotowała 26,1 mln PLN dodatnich różnic kursowych, które w 2Q11 szacujemy na poziomie -3,8 mln PLN, co generować będzie ujemną dynamikę wyników w porównaniu do analogicznego okresu roku ubiegłego. Mimo ostatnich spadków cen akcji Cersanitu naszym zdaniem warto jest poczekać z decyzją o zakupie walorów do rezultatów za 2Q11. Spółka według naszych prognoz na bieżący rok notowana jest ze wskaźnikami P/E 14,1 oraz EV/EBITDA 7,9. Spółka wyniki za IH'11 poda 31 sierpnia. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

### Zmiany cen płytek w PSB

W czerwcu ceny w Polskich Składach Budowlanych kategorii płytek ceramicznych, wyposażenia łazienek i kuchni nie zmieniły się w ujęciu m/m. Po wzrostach cen w I'11 (+2,9% m/m), II'11 (+0,4% m/m) i III'11 (+1,8% m/m), w drugim kwartale Polskie Składy Budowlane nie odnotowują dalszych wzrostów cen kategorii płytek ceramicznych. Jak dotychczas, biorąc pod uwagę dynamiki cen w IV'11, V'11 i VI'11 ceny w 2Q11 są o 1,3% wyższe niż w 1Q11.

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

	I 11	II 11	III 11	IV 11	V 11	VI 11
	2,9%	0,4%	1,8%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: GRUPA PSB

### Konkurent z branży ceramiki sanitarnej zwiększa produkcję w Rosji i na Ukrainie

Sanitec, konkurent Cersanitu na rynku krajowym i na rynkach eksportowych, poinformował o zakupie w czerwcu br. pozostałych 49% udziałów w Slavuta Holdings, dzięki czemu w 2013 roku ma wytwarzać ponad 3,5 mln sztuk ceramiki sanitarnej. Nowa inwestycja w Slavucie pozwoli w bieżącym roku osiągnąć 30% udział na rynku ceramiki sanitarnej na Ukrainie i około 9-10% udział w Rosji (udział Cersanitu w rynku ceramiki sanitarnej na Ukrainie sięga 35%). Sanitec w kraju stawia na wzornictwo i wyższe segmenty sprzedażowe, na rynkach zagranicznych priorytetem nadal pozostawać będzie segment ekonomiczny.



## Famur (Trzymaj)

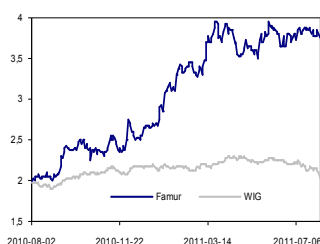
Cena bieżąca: 3,75 PLN

Cena docelowa: 3,9 PLN

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-25

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	695,1	885,8	27,4%	1 152,4	30,1%	1 264,9	9,8%	Liczba akcji (mln)	481,5
EBITDA	133,6	140,6	5,3%	278,0	97,7%	306,5	10,2%	MC (cena bieżąca)	1 805,6
marża EBITDA	19,2%	15,9%		24,1%		24,2%		EV (cena bieżąca)	2 043,0
EBIT	100,8	94,1	-6,6%	170,1	80,7%	201,9	18,7%	Free float	10,9%
Zysk netto	58,0	80,0	37,9%	106,5	33,1%	151,6	42,3%		
P/E	31,1	22,6		16,9		11,9		Zmiana ceny: 1m	0,8%
P/CE	19,9	14,3		8,4		7,0		Zmiana ceny: 6m	9,3%
P/BV	2,6	2,2		1,8		1,5		Zmiana ceny: 12m	83,8%
EV/EBITDA	14,6	13,8		7,3		6,6		Max (52 tyg.)	4,0
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,0



Niska rentowność zawiązywanych umów (efekt dużej konkurencyjności na rynku lokalnym), amortyzacja nowego zakładu Famur-2 (około 3 mln PLN kwartalnie) oraz brak obłożenia nowego obiektu zamówieniami nie przeszkodziły Spółce w wypracowaniu bardzo dobrych rezultatów za 1Q11 (EBIT +34,4% vs. prognozy DI BRE i zysk netto +36,6% względem oczekiwań). Według naszych szacunków wydatki inwestycyjne kopalń są opóźnione o rok od momentu, kiedy zaczynają one sprzedawać węgiel po średnich cenach wyższych od kosztu wytworzenia. Taka sytuacja po raz pierwszy widoczna była w IV 2010, co sugerowałoby, że obecnie znajdujemy się na początku średnioterminowego cyklu inwestycyjnego polskich kopalń. 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 obłożenia 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% r/r i będą na wyższym poziomie, niż w rekordowym 2008 roku. Obecnie backlog Bucyrusa i Joy Global znajduje się na poziomie zbliżonym do rekordowego 3Q08 (odpowiednio -7,1% i +5,7%). Famur wyniki za 2Q11 poda 31 sierpnia. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

### Prognozy PGO i Zamet Industry

Spółki zależne Famur – Zamet Industry i PGO, które w 3Q11 zadebiutują na Warszawskim parkiecie (w wyniku wypłacenia przez Famur dywidendy niepieniężnej) podały prognozy wyników na bieżący rok. Zamet Industry zamierza osiągnąć przychody na poziomie 162,2 mln PLN (107 mln PLN w 2010), zysk operacyjny 18 mln PLN (11,7 mln PLN w 2010) i zysk netto 12,5 mln PLN (9,2 mln PLN w 2010). PGO szacuje, że przychody w 2011 roku sięgną 263,7 mln PLN (172,3 mln PLN w 2010), zysk operacyjny 20,8 mln PLN (7,6 mln PLN w 2010) i zysk netto 13,9 mln PLN (4,8 mln PLN w 2010). W naszej prognozie wyników na bieżący rok zakładaliśmy, że segment maszyn i urządzeń dźwigowych (Zamet Industry) osiągnie przychody na poziomie 105 mln PLN (prognoza Spółki 162,2 mln PLN), natomiast segment odlewów (PGO) sprzedaż w wysokości 203 mln PLN (prognoza Spółki 253,7 mln PLN). Zysk brutto ze sprzedaży obu segmentów szacowaliśmy na poziomie 56,8 mln PLN, co przy założeniu, że pozostała działalność operacyjna oraz koszty zarządu i sprzedaży obu podmiotów są na poziomie 20 mln PLN (ok. 19,6 mln PLN w 2010 roku), to wynik operacyjny dwóch Spółek wyniosłby 36,8 mln PLN (prognoza Zarządu 38,8 mln PLN). Mimo niedoszacowanych przez nas przychodów, wynik operacyjny segmentów według naszych kalkulacji pokrywa się z założeniami na bieżący rok.

### Podpisanie szeregu umów z KHW

Spółka poinformowała, że łączna wartość umów podpisanych z Katowickim Holdingiem Węglowym od 31 marca 2011 roku wyniosła 89,0 mln PLN netto. Umowa o najwyższej wartości została zawarta między konsorcjum spółek Remag, Trans-Jan i Remagum Serwis, a KHW S.A. na kwotę 32,9 mln PLN netto. Przedmiotem umowy są roboty górnicze polegające na wykonaniu wyrobisk przygotowawczych wraz z rozcinką ściany (usługi górnicze).

### Główny akcjonariusz przejął Glinik

Portal WNP poinformował, że główny akcjonariusz Famuru – Spółka TDJ – dokonała zakupu 87,8% akcji Fabryki Maszyn Glinik i tym samym przejęła kontrolę nad jej spółkami zależnymi. Wartość transakcji i warunki nie została jednak ujawniona. Według nas TDJ przeprowadzi proces restrukturyzacji Spółki Glinik, po czym w przyszłości, podobnie jak miało to miejsce w przypadku Remagu, trafi on do struktury Grupy Famur. Czas przeznaczony na restrukturyzację podmiotu może być jednak długotrwały, gdyż część Spółek Glinik jest w procesie upadłościowych, a Remag był przedsiębiorstwem bez większych problemów finansowych.



## Impexmetal (Kupuj)

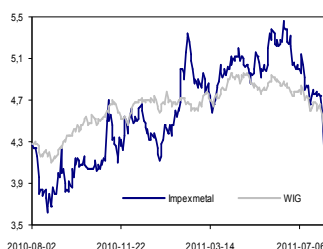
Cena bieżąca: 4,27 PLN

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)	854,0
marża EBITDA	7,7%	6,9%		7,7%		7,8%		EV (cena bieżąca)	1 215,8
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	35,6	11,1		8,3		7,7		Zmiana ceny: 1m	-14,6%
P/CE	10,2	6,2		5,4		5,2		Zmiana ceny: 6m	-14,6%
P/BV	1,1	1,0		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	0,7%
EV/EBITDA	10,2	7,7		6,0		5,3		Max (52 tyg.)	5,5
Dywid (%)	0,0	0,0		4,7		4,8		Min (52 tyg.)	3,6



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. W 2Q11 w Alcoa w segmencie blach aluminiowych skorygowana EBITDA na tonę produktu wzrosła do rekordowego poziomu 393 USD/t (332 USD/t w FY10 i 122 USD/t w FY09), a w Novelis w 1Q11 363 USD/t (361 USD/t w FY10 i 175 USD/t w FY09). W tyle nie pozostaje Impexmetal, gdzie EBITDA oczyszczona o pozostałe przychody i koszty operacyjne na tonę produktu w 1Q11 wyniosła 864 PLN/t vs. 627 PLN/t w FY10 i 443 PLN/t w FY09. Biorąc pod uwagę rosnące marże w segmencie oraz fakt, że Huta Aluminium Konin w ponad 50% kontrybuuje do wyniku EBITDA całej Grupy, powoduje, że poprawa rezultatów w 2011 roku jest bardzo prawdopodobna. Impexmetal przy bieżącej cenie notowany na P/E 8,3. Spółka wyniki za IH'11 poda 23 sierpnia. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

### Kolejna działka Szopieniec na sprzedaż

Gazeta *Giełdy Parkiet* podała, że 29 lipca na sprzedaż zostanie wystawiona działka likwidowanej HMN Szopienice o łącznej powierzchni ponad 9 ha, na której znajduje się hala walcowni taśm o powierzchni ponad 5 ha. Cena wywoławcza to 35 mln PLN. W naszych prognozach zakładamy, że do końca 2013 roku sprzedany zostanie cały majątek likwidowanej HMN Szopienice. W wycenie zakładamy, że majątek będzie sprzedany po średniej cenie 122 PLN za m<sup>2</sup>. Cena sprzedaży wystawionego gruntu wynosi 389 PLN/m<sup>2</sup>, warto jednak zauważyć, że wyższa jednostkowa cena wynika z faktu, że dużą część działki zajmuje hala produkcyjna, co podwyższa jej cenę.

### Hutmen szybciej uwolni działkę we Wrocławiu

Gazeta *Giełdy Parkiet* donosi, że Hutmen planuje przyśpieszenie prac nad zagospodarowaniem terenu we Wrocławiu, na której stoi zakład (20 ha gruntu w centrum miasta). W miejscu gdzie dotychczas prowadzona jest produkcja powstanie projekt deweloperski, a maszyny mają zostać przeniesione w okolice Huty Miedzi Legnica. Według informacji gazety – inwestycją we Wrocławiu zainteresowana jest jedna z dużych sieci hotelarskich, która udostępniłaby logo, a budowa hotelu leżałaby po stronie Hutmenu. Pierwsze plany przeniesienia produkcji Hutmenu w pobliże Huty Legnica i uwolnienia działki we Wrocławiu pojawiły się jeszcze w 2008 roku.



## Kernel (Kupuj)

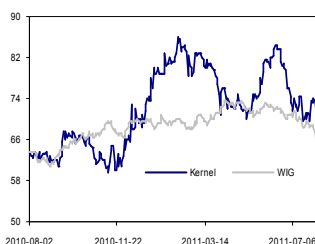
Cena bieżąca: 71,2 PLN

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)	5 245,6
marża EBITDA	18,2%	18,7%		16,6%		15,9%		EV (cena bieżąca)	5 396,2
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	12,8	12,1		8,8		8,9		Zmiana ceny: 1m	-1,5%
P/CE	11,0	10,6		7,6		7,7		Zmiana ceny: 6m	-17,3%
P/BV	4,9	3,1		2,6		2,0		Zmiana ceny: 12m	14,5%
EV/EBITDA	9,5	10,3		6,4		6,0		Max (52 tyg.)	86,1
Dywidenda (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	59,8



**Notowania Spółki w sierpniu wspierać powinna oczekiwana przez rynek prognoza Zarządu na kolejny rok obrotowy, która historycznie przedstawiana była przy wynikach za 2Q (4QFY). W kolejnym sezonie wynikiem Kernela sprzyjać będzie 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 wpływać powinna na spadek cen i rozszerzenie obecnie obserwowanych niskich marży przerobowych (około 100 USD/t vs. średnio 135 USD/t w sezonie 2010/2011). Dodatkowo wcześniej Zarząd zapowiadał, że konsolidowany od 3Q11 Ukrros będzie kontrybuował w 40 mln USD do wyniku EBITDA Grupy (prawdopodobnie do końca sierpnia ceny cukru nie spadną, więc nie przypuszczamy, aby Zarząd zmienił wcześniejsze estymacje). Według naszych wstępnych szacunków prognoza Zarządu na 2011/12 rok oscylować będzie między 350-400 mln EBITDA (5,3-6,0 EV/EBITDA), czyli znacznie wyżej niż wynika to z naszych dotychczasowych prognoz. Spółka wyniki za 2Q11 poda 29 sierpnia. Podwyższamy naszą rekomendację z akumuluj do kupuj dla akcji Kernela.**

### Urząd Hydrometeorologiczny komentuje obfite deszcze

Zdaniem Urzędu Hydrometeorologicznego obfite deszcze, jakie obserwujemy przez ostatnie dwa tygodnie na Ukrainie mają negatywny wpływ na wielkość zbiorów zbóż ozimych (deszcze powodują opóźnienia w żniwach). Departament spodziewa się całorocznych zbiorów zbóż na poziomie 43 mln ton (vs. 39 mln ton rok wcześniej), czyli o 1 mln ton mniej niż zakładała wcześniejsza prognoza. Zdaniem Urzędu obecnie trwające deszcze mają pozytywny wpływ na wielkość zbiorów roślin industrialnych, czyli kukurydzy, słonecznika i buraka cukrowego.

### Wywiad z przedstawicielem Spółki

W wywiadzie udzielonym agencji PAP dyrektor ds. relacji inwestorskich Patrick Conrad zapowiedział, że Spółka nadal szuka przedsiębiorstw rolnych do przejęcia, ale ze względu na trwające zbiory zbóż ozimych, negocjacje mogą się przesunąć na jesień-zimą. Kernel nadal prowadzi negocjacje w sprawie przejęcia terminalu zbożowego, ale Conrad przyznaje, że transakcja jest skomplikowana, co powoduje, że szybkie przeprowadzenie nabycia jest mało prawdopodobne. Przedstawiciel Spółki zapowiedział natomiast, że Spółka nadal myśli o ekspansji na terenie Rosji, a jedna z możliwości może się zmaterializować w niezbyt odległej przyszłości. Conrad przedstawił, że w perspektywie krótkoterminowej po nabyciu BSI wpływ transakcji na EBITDA wyniesie 25 mln USD, natomiast w długim terminie potencjał to 40 mln PLN. Spółka po przejęciu BSI nie planuje kolejnych przejęć tłoczni na terenie Ukrainy. Na nabycie BSI i Ukrros Kernel oczekuje na pozwolenie Urzędu Antymonopolowego. Conrad zapowiedział, że nie ma obecnie planów przeprowadzenia kolejnej emisji akcji, oraz dual listingu w Kijowie.

### Minister Rolnictwa – nie będzie celem na eksport oleju słonecznikowego

6 lipca Minister Rolnictwa oświadczył, że Rząd nie ma planów, aby wprowadzić cła eksportowe na olej słonecznikowy oraz nasiona rzepaku i soi. Minister przedstawił również, że kierowany przez niego resort jest przeciwko wprowadzeniu jakichkolwiek ograniczeń w eksporcie produktów rolnych.

### Transakcja podmiotu powiązanego

Spółka poinformowała w komunikacie, że w dniu 7 lipca Apalax Investments, kontrolowany przez przewodniczącego Rady Dyrektorów nabył 8130 akcji Kernel po średniej cenie 71,25 PLN.

**Ministerstwo Rolnictwa dwukrotnie w ciągu miesiąca podnosi prognozę zbiorów**

Ministerstwo rolnictwa ponownie w bieżącym roku zdecydowało się na podniesienie prognozy zbiorów zbóż. Obecnie szacowane jest, że zbiory sięgną 48-51 mln ton, wobec wcześniej spodziewanych 47 mln ton (45 mln ton na początku lipca). W najkorzystniejszym scenariuszu (51 mln ton) zbiory zbóż na Ukrainie będą na poziomie zbliżonym do rekordowego roku 2008, kiedy na terenie kraju zebrano 52 mln ton zbóż. W ubiegłym roku zbiory zbóż sięgnęły 39 mln ton. Duża wielkość zbiorów może mieć wpływ na kształtowanie się cen poszczególnych upraw na rynkach światowych.



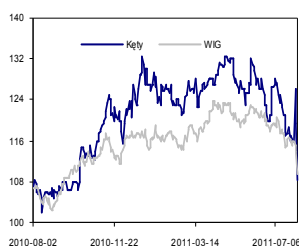
## Kęty (Trzymaj)

Cena bieżąca: 108,2 PLN    Cena docelowa: 131 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-02

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 111,0	1 210,5	9,0%	1 352,9	11,8%	1 432,2	5,9%	Liczba akcji (mln)	9,2
EBITDA	176,4	185,3	5,0%	205,2	10,8%	220,0	7,2%	MC (cena bieżąca)	998,2
marża EBITDA	15,9%	15,3%		15,2%		15,4%		EV (cena bieżąca)	1 299,2
EBIT	112,2	118,0	5,1%	130,5	10,7%	142,3	9,0%	Free float	59,4%
Zysk netto	70,6	89,7	27,1%	96,2	7,2%	105,6	9,8%		
P/E	14,1	11,1		10,4		9,4		Zmiana ceny: 1m	-15,5%
P/CE	7,4	6,4		5,8		5,4		Zmiana ceny: 6m	-13,8%
P/BV	1,2	1,1		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	2,2%
EV/EBITDA	6,8	6,8		6,3		5,8		Max (52 tyg.)	132,5
Dyield (%)	0,0	3,7		3,7		5,8		Min (52 tyg.)	102,0



Zgodnie z szacunkami wyników na 2Q11 Spółka po pierwszej połowie roku wypracowała około 47,5-49,6% całorocznej prognozy wyniku netto Zarządu na bieżący rok. Średnio od 2001 roku Spółka wypracowywała 49,8% wyniku netto w pierwszej połowie roku. Wyraźnym wyjątkiem od reguły były lata 2010 i 2009, w których Spółka w pierwszej połowie roku wypracowała odpowiednio 33,2% i 38% całorocznego wyniku netto (w 2009 roku straty na hedgingu skutkiem spadków cen aluminium, a w 2010 roku efektem wyraźnego ożywienia w branży zanotowanego w drugiej połowie roku i 4-5% podwyżki w segmentach SWW i SSA). W bieżącym roku różnica między wynikami pierwszego i drugiego półrocza, zdaniem Zarządu może ulec wypląszczeniu. Wynika to z przeprowadzonych w 3Q11 podwyżek (4-5% w SWW i SSA) oraz czynników jednorazowych związanych z różnicami kursowymi i hedgingiem (7,1 mln PLN). 3Q11 będzie pierwszym kwartałem o wysokiej bazie wyników (podwyżki w SSA i SWW oraz +5,8 mln PLN czynników jednorazowych na działalności finansowej). Obecnie Grupa Kęty notowana jest na P/E 10,4 i EV/EBITDA 6,3. Spółka wyniki za IH'11 poda 10 sierpnia. Podtrzymujemy trzymaj dla akcji Grupy Kęty.

### Umowa o dużej wartości

Spółka poinformowała o zawarciu umowy z Nestle, której przedmiotem jest dostawa opakowań giętkich dostarczanych przez Alupol Packaging. Spółka szacuje, że wartość przyszłych obrotów wyniesie około 61,7 mln PLN. Wartość umowy stanowi 18,8% prognozowanych przez nas tegorocznych przychodów generowanych przez segment opakowań giętkich. O współpracy Grupy Kęty z koncernem Nestle Zarząd informował już wcześniej.



## Kopex (Trzymaj)

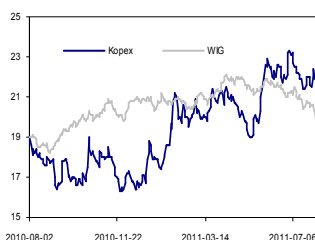
Cena bieżąca: 21,9 PLN

Cena docelowa: 22,5 PLN

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-07-05

(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)	1 627,9
marża EBITDA	9,4%	7,8%		10,4%		14,3%		EV (cena bieżąca)	2 127,2
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	18,7	48,9		15,3		11,2		Zmiana ceny: 1m	-5,6%
P/CE	10,2	13,8		8,3		6,8		Zmiana ceny: 6m	7,8%
P/BV	0,7	0,7		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	19,0%
EV/EBITDA	9,4	11,6		8,3		6,4		Max (52 tyg.)	23,3
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	16,3



Pomimo wysokiej konkurencji na lokalnym rynku maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego i spodziewanej słabej rentowności głównego segmentu, wyniki 1Q11 pokazują, że producenci są w stanie zwiększonym wolumenem zrekompensować marżę w kontraktach. Według naszych szacunków wydatki inwestycyjne kopalń są opóźnione o rok od momentu, kiedy zaczynają one sprzedawać węgiel po średnich cenach wyższych od kosztu wytworzenia. Taka sytuacja po raz pierwszy widoczna była w IV 2010, co sugerowałoby, że obecnie znajdujemy się na początku średnioterminowego cyklu inwestycyjnego polskich kopalń. 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. Obecnie backlog Bucyrusa i Joy Global znajduje się na poziomie zbliżonym do 3Q08 (odpowiednio -7,1% i +5,7%). Spółka wyniki za 2Q11 poda 31 sierpnia. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj dla akcji Kopex.

### Oferta Kopex za 101,7 mln PLN uznana za najkorzystniejszą

Katowicki Holding Węglowy podał na stronie komunikat, z którego wynika, że oferta Kopex na dostawę kompleksu ścianowego za 101,7 mln PLN netto została oceniana za najkorzystniejszą. Więcej informacji na stronie <http://www.khw.pl/get.php?pdown=4833>.



## Mondi (Kupuj)

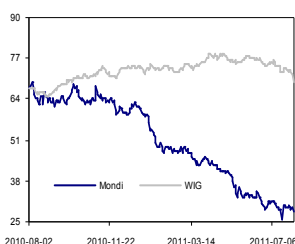
Cena bieżąca: 70,4 PLN

Cena docelowa: 88,7 PLN

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2011-08-04

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 360,8	2 263,7	66,3%	2 579,0	13,9%	2 517,9	-2,4%	Liczba akcji (mln)	50,0
EBITDA	217,9	488,1	124,0%	593,2	21,5%	550,1	-7,3%	MC (cena bieżąca)	3 520,0
marża EBITDA	16,0%	21,6%		23,0%		21,8%		EV (cena bieżąca)	3 600,1
EBIT	99,6	330,7	232,0%	440,6	33,2%	400,3	-9,1%	Free float	16,0%
Zysk netto	71,4	249,3	249,1%	401,1	60,9%	382,3	-4,7%		
P/E	49,3	14,1		8,8		9,2		Zmiana ceny: 1m	-10,4%
P/CE	18,6	8,7		6,4		6,6		Zmiana ceny: 6m	-42,4%
P/BV	3,0	2,5		1,9		1,9		Zmiana ceny: 12m	-59,2%
EV/EBITDA	19,3	8,2		6,1		6,5		Max (52 tyg.)	69,2
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		11,4		Min (52 tyg.)	26,0



Obecny spadek cen akcji skłania nas do podwyższenia rekomendacji z akumuluj do kupuj, z niezmienną ceną docelową. Na bazie naszych prognoz przy obecnych cenach Mondi notowane jest poniżej 10 dla P/E2011 (8,8). Sytuacja na europejskim rynku papieru nadal jest dobra. Lipiec przyniósł spadek cen makulatury, co w połączeniu z rosnącymi cenami testlinera zapowiada kolejne dobre kwartały. W przyszłym roku spółka powinna już wypłacić cały zysk netto z roku 2011 w postaci dywidendy, co implikuje DY na poziomie 12%.

### Ceny papieru

W lipcu ceny papieru makulaturowego do produkcji tektury falistej (testlinera) wzrosły w ujęciu m/m o 1,2% a po uwzględnieniu umocnienia PLN o 0,9%. Fluting taniał odpowiednio o 0,3% i 0,6%. W tym czasie cena makulatury obniżyła się odpowiednio o 1,4%/1,7% w dalszym ciągu rozszerzając teoretyczną marżę na produkcji papierów makulaturowych. Nieco wyhamował spadek cen kraftlinera, który taniał w ujęciu m/m o 0,2% w EUR i 0,5% w PLN.

## Budownictwo

### Dynamika produkcji budowlano-montażowej w czerwcu

Zgodnie z danymi GUS, dynamika produkcji budowlano-montażowej wyniosła w czerwcu 17,0% r/r i 17,6% m/m. Po wyeliminowaniu czynników sezonowych, dynamika wyniosłaby 15,3% r/r i 0,4% m/m.

### Budownictwo energetyczne

#### Bez nowych inwestycji może wystąpić deficyt prądu

Z opublikowanego przez Ministerstwo Gospodarki sprawozdania wynika, że w przypadku braku nowych inwestycji, po 1 stycznia 2016 roku zapotrzebowanie na energię może być większe, niż jej produkcja.

### Budownictwo kolejowe

#### Oszczędności PKP PLK pozwolą na nowe inwestycje

Prezes PKP PLK oszczędności z kontraktów współfinansowanych przez UE szacuje na 6,1 mld PLN (wcześniej: 4,8 mld PLN). PKP PLK zgłosiła chęć wpisania 5 nowych projektów na listę programu Infrastruktura i Środowisko, za 1,3 mld PLN. Są przygotowywane kolejne projekty, niemniej, ciągle nie jest pewne, czy Komisja Europejska zgodzi się na przeniesienie części środków z kolei na drogi, co zmniejszyłoby pulę środków do rozdysponowania. W 2011 roku PKP PLK wyda na inwestycje 4,6 mld PLN (plan: 5,1 mld PLN).

### Budownictwo przemysłowe

#### Skłonność firm do inwestowania zmalała

Zgodnie z raportem Grant Thornton, zmalała skłonność firm do realizacji inwestycji. Obecnie 8% firm planuje inwestycje w budynki (rok temu: 22%). Inwestycje w maszyny planuje 30% firm (rok temu: 61%). Wg badań NBP, liczba firm planujących inwestycje spadła z 24% do 21%.

### Atrem

#### Nie uda się powtórzyć rekordowych wyników z 2011 roku

Dyrektor finansowy Atremu uważa, że w branży jest duża konkurencja i marże maleją. Raczej nie da się powtórzyć rekordowych wyników z roku ubiegłego, gdy Atrem wygenerował 200,8 mln PLN przychodów i 14,8 mln PLN zysku netto (P/E 2010 = 5,5). Spółka nie chce pozyskiwać zleceń za wszelką cenę, kosztem marż.

### Energopol Południe

#### Prezes o wynikach I półrocza

Prezes Energopolu Południe przyznaje, że przychody w I półroczu 2011 roku były porównywalne r/r (2010: 40,3 mln PLN). Wynik netto okazał się niższy, w związku z tym, że spółka nie zaprezentowała jednorazowych zysków związanych ze sprzedażą sprzętu. Gdyby odliczyć wpływ transakcji na ubiegłoroczne wyniki, wyniki I półrocza 2011 byłyby zbliżone do wyników I półrocza 2010. Jeśli spółce uda się nadrobić opóźnienia, w 2011 roku przychody mogą być wyższe r/r. Portfel zleceń spółki ma wartość 156 mln PLN. Spółka ma ponadto złożone najkorzystniejsze oferty w przetargach za 80 mln PLN (głównie kontrakty D&B, wpływające na wyniki 2012 roku).

### Hydrobudowa Polska

#### Zarząd nie widzi uzasadnienia spadku kursu

W odpowiedzi na zapytania inwestorów, Zarząd Hydrobudowy oświadcza, że nie widzi przyczyn dla spadku kursu. Spółka powiększa portfel zleceń. Hydrobudowa podpisała zlecenia za 400 mln PLN i planuje podpisać dalsze kontrakty za 1 mld PLN (kwota łącznie z udziałem konsorcjantów, sytuacje, w których spółka złożyła najniższą ofertę cenową). Prezes spółki nie widzi zagrożenia dla prognozy zakładającej wygenerowanie 50 mln PLN zysku netto w 2011 roku (P/E 2011 = 7,2). Rzecznik Hydrobudowy liczy na wzrost rentowności w roku 2012.

### Mostostal Płock

#### Kontrakt Mostostalu Płock za 69,8 mln PLN

Mostostal Płock podpisał umowę z firmą Strabag na kwotę 69,8 mln PLN (nie sprecyzowano, czy jest to kwota brutto, czy netto). 69,8 mln PLN to 2,5% prognozowanych przychodów Mostostalu na rok 2011 i 49,4% zeszłorocznych przychodów Mostostalu Płock. Umowa dotyczy wytworzenia, dostawy i zabezpieczenia konstrukcji stalowej, która zostanie wykorzystana w budowie mostu w Toruniu. Kontrakt na dostawę konstrukcji stalowej na most w Toruniu będzie realizowany do końca przyszłego roku, a przychody będą rozłożone mniej więcej równomiernie w poszczególnych kwartałach. Spółka miała do tej pory bardzo mały portfel zleceń (jedynie 30 mln PLN na II półrocze 2011). Podpisanie umowy pozwoli wypełnić lukę w backlogu.

**Zapowiedź kolejnych kontraktów**

Prezes Mostostalu Płock informuje, że spółka czeka na rozstrzygnięcie przetargu na budowę dwóch zbiorników w PERN. W postępowaniu Mostostal zaproponował najniższą cenę. Chodzi o kontrakt o wielkości zbliżonej do połowy rocznej sprzedaży Mostostalu (około 70 mln PLN). Gdyby Mostostal pozyskał ten kontrakt, mogłoby to częściowo wpływać na tegoroczną sprzedaż.

**Pol-Aqua****Najkorzystniejsza oferta za 569 mln PLN**

Pol – Aqua w konsorcjum z Dragados złożyła najkorzystniejszą ofertę na realizację drogi S8 na odcinku Walichnowy – Wrocław, odcinek 5 (w. Sieradz Południe b/węzła Łask). Wartość oferty to 1138,4 mln PLN netto, z czego 50%, czyli 569 mln PLN przypada na Pol-Aqua (43,2% prognozowanych przychodów na rok 2011).

**Remak****Ruszył kontrakt w Eemshaven**

Prezes Remaku informuje, że rozpoczęła się na dobre realizacja wartego łącznie prawie 300 mln PLN kontraktu na prace w elektrowni Eemshaven. Roboty potrwać 2,5 roku, Remak może na nich zarobić na czysto kilkanaście mln PLN. Wyniki z realizacji kontraktu będą już widoczne w wynikach za H2 2011. W Q2 2011 udało się poprawić przychody, jak i zysk netto. Całe I półrocze ma charakter wzrostowy, przy czym większa dynamika jest widoczna na poziomie przychodów. Portfel zleceń Remaku jest zapełniony. Konkurencja w kraju rośnie, o projekty energetyczne ubiegają się firmy, które nie mają stosownego doświadczenia.

**Kontrakt energetyczny za 43,7 mln PLN**

Mostostal Warszawa w konsorcjum z Remak i Remak-Rozruch podpisał umowę z PGE Elektrownia Opole na budowę instalacji do bezpośredniego podawania biomasy do kotła nr 2 w PGE Elektrownia Opole. Wartość umowy to 43,7 mln PLN (1,6% prognozowanych przychodów Mostostalu na rok 2011). Termin realizacji prac to 16 miesięcy.



## Budimex (Akumuluj)

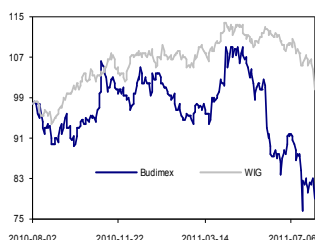
Cena bieżąca: 78,9 PLN

Cena docelowa: 90 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-08-04

(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)	2 014,3
marża EBITDA	6,7%	8,0%		5,8%		6,5%		EV (cena bieżąca)	1 646,5
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%	223,4	-16,5%	234,6	5,0%		
P/E	11,6	7,5		9,0		8,6		Zmiana ceny: 1m	-14,2%
P/CE	10,3	7,0		8,2		7,8		Zmiana ceny: 6m	-18,2%
P/BV	3,4	3,0		3,0		2,5		Zmiana ceny: 12m	-19,2%
EV/EBITDA	5,3	0,5		5,8		5,8		Max (52 tyg.)	109,2
Dywid (%)	7,4	8,6		11,5		5,5		Min (52 tyg.)	76,4



Zgodnie z naszą prognozą, Budimex jest notowany na poziomie P/E 2011 = 9,0. Prezes zapowiada, że możliwe będzie powtórzenie wyniku zeszłego roku, co oznaczałoby notowanie spółki na poziomie P/E = 7,5. Na razie konserwatywnie zakładamy niższy wynik. Wraz z upływem czasu, sytuacja na dużych zleceniach drogowych poprawia się, co prowadzić może naszym zdaniem do rozwiązywania rezerw. Stany gotówkowe spadały w Q2 2011, jednak a) jest to zjawisko typowe dla branży, b) spadek stanów gotówkowych był mniejszy, od naszych oczekiwań. Nasza prognoza dotycząca stanu gotówki netto Budimexu na koniec 2011 roku jest jedną z najbardziej konserwatywnych na rynku. Spółka płaci duże dywidendy (DY 2011 = 11,5%). Portfel zleceń na rok 2012 szacujemy na aż 3,9 mld PLN, co oznacza, że ryzyko malejących przychodów pojawia się dopiero od 2013 roku. Spółka ma też dużo czasu, na rozwój w innych segmentach i rodzajach działalności (utyliczacja odpadów miejskich, utrzymanie dróg). Nie spodziewamy się, aby akwizycja PNI mogła wykreować istotną wartość (ryzyko wysokiej zapłaconej ceny). Z uwagi na spadek ceny, podwyższamy rekomendację z trzymaj do akumuluj.

### Wstępne wyniki Q2 2011

Budimex zaprezentował wstępne dane o wynikach Q2 2011. Przychody wyniosły 1450,2 mln PLN (konsensus: 1317,0 mln PLN), EBIT 87,5 mln PLN (konsensus: 84,0 mln PLN), zysk brutto 90,4 mln PLN, zysk netto zaś 73,1 mln PLN (konsensus: 70,0 mln PLN). Gotówka netto na koniec Q2 2011 wyniosła 644,8 mln PLN (Q1 2011: 1054,4 mln PLN, w międzyczasie wypłacona dywidenda: 231,8 mln PLN; Q2 2010: 504,5 mln PLN). Do pełnej oceny wyników Q2 2011 potrzebne są nam jeszcze pozycje, takie jak: poziom kosztów ogólnych (prognoza: 39,6 mln PLN), saldo pozostałych przychodów operacyjnych (prognoza: 4 mln PLN), saldo pozostałej działalności finansowej (saldo: 7,1 mln PLN), zmiana salda rezerw na straty na kontraktach (prognoza: spadek o 40 mln PLN).

### Możliwe powtórzenie wyniku 2010 roku?

Prezes Budimexu przyznaje, że firma będzie walczyć, aby zysk netto był zbliżony do ubiegłorocznego. Prezes jest w tej materii optymistą. W kolejnych kwartałach 2011 roku Budimex chce utrzymać 5,8% rentowności EBIT w działalności budowlanej i 11,5% rentowności EBIT w działalności deweloperskiej. Budimex w tym roku planuje rozpoczęcie kilku nowych inwestycji, z których na rynek może trafić 550-600 mieszkań. Budimex ma projekty zakupu nowych działek na 200-300 mieszkań. Budimex jest blisko jednego zakupu gruntu w Warszawie, na Bemowie. Celem dla Budimexu jest posiadanie 1 tys. mieszkań w ofercie i roczna sprzedaż 1 tys. lokali. Sprzedaż mieszkań spadała w Q2 2011, co wynikało ze spadku wielkości oferty spółki.

### Czekamy na decyzję o przejęciu PNI

Prezes Budimexu liczy, że porozumienie w sprawie przejęcia PNI uda się wypracować do 5 sierpnia. Koszt transakcji ma być dużo niższy, niż 500 mln PLN (odniesienie do wcześniejszych informacji prasowych). Prezes przyznaje też, że wyceniając PNI oparł się na metodzie DCF. Po przejęciu PNI portfel zleceń Budimexu wzrośnie o 1,3 mld PLN. Sprzedaż roczna jest na poziomie 600 mln PLN, przy rentowności „zero, albo zero minus”. Budimex chce, aby za 2 lata PNI generowało 4% rentowności EBIT i około 1 mld PLN przychodów. PNI w roku obrotowym 2009/2010 miało 541 mln PLN przychodów i 9,1 mln PLN zysku netto.

### Kontrakt za 95,7 mln PLN

Budimex podpisał umowę z GDDKiA na budowę odcinka drogi S8 – węzła Walichnowy. Wartość umowy to 95,7 mln PLN (2,0% prognozowanych przychodów Budimexu na rok 2011). Termin realizacji prac to 20 miesięcy.

**Kontrakt za 158,4 mln PLN**

Budimex w konsorcjum z Ferrovialem podpisał umowę ze spółką Nowy Szpital Wojewódzki. Umowa dotyczy budowy budynku szpitala i ma wartość 158,4 mln PLN (3,2% prognozowanych przychodów Budimexu na rok 2011). Termin realizacji prac to 32 miesiące.

**Kontrakt za 73,3 mln PLN**

Budimex podpisał z MDI kontrakt na budowę Osiedla Słoneczny Dom w Lublinie. Kontrakt realizowany będzie w 6 etapach, prace potrwać do 30 kwietnia 2016. Wartość umowy to 73,3 mln PLN (1,5% prognozowanych przychodów spółki na rok 2011).

**Wybór oferty za 110,7 mln PLN**

Budimex poinformował o wyborze oferty spółki na budowę stadionu miejskiego w Lublinie. Wartość oferty to 110,7 mln PLN (2,3% prognozowanych przychodów Budimexu na rok 2011). Termin realizacji prac to 30 września 2013 roku.

**Kontrakt za 23,1 mln PLN**

Budimex podpisał umowę z Uniwersytetem im. A. Mickiewicza w Poznaniu na budowę budynku wydziału chemii – prace wykończeniowe. Wartość umowy to 23,1 mln PLN (0,5% prognozowanych przychodów Budimexu na rok 2011).

**Kontrakt za 19,3 mln PLN**

Budimex podpisał kontrakt na budowę zakładu zagospodarowania odpadów komunalnych za 19,3 mln PLN (0,4% prognozowanych przychodów na rok 2011).



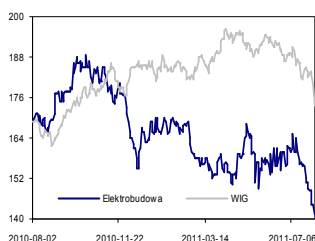
## Elektrobudowa (Akumuluj)

Cena bieżąca: 141 PLN      Cena docelowa: 163,1 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-08-04

(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)	669,4
marża EBITDA	17,6%	8,1%		8,0%		8,4%		EV (cena bieżąca)	578,8
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	12,3	14,9		13,5		11,9		Zmiana ceny: 1m	-11,9%
P/CE	6,1	12,0		10,9		9,7		Zmiana ceny: 6m	-16,1%
P/BV	2,3	2,1		1,9		1,7		Zmiana ceny: 12m	-17,5%
EV/EBITDA	7,8	9,7		8,3		7,2		Max (52 tyg.)	188,4
Dywid (%)	2,2	2,5		2,2		2,5		Min (52 tyg.)	141,0



Z uwagi na słabsze oczekiwane wyniki I półrocza, obniżyliśmy niedawno prognozy zysków Elektrobudowy w bieżącym roku. Słabszy wynik ma jednak uzasadnienie w czynnikach, które nie są powtarzalne (niskie obłożenie mocy w fabryce rozdzielnic, spowodowane zmianami kadrowymi w zakładach energetycznych - klientach spółki). Nie obawiamy się o wyniki całego 2011 roku. Elektrobudowa jest jedną ze spółek o najlepiej funkcjonującej kontroli budżetów kontraktów. Spółka „sama w sobie” jest naszym zdaniem atrakcyjna, nawet przy P/E 2011 = 13,5. Związane jest to z perspektywami wzrostu (bloki biomasowe, biogazownie, prace podwykonawcze w ramach budowy nowych bloków, PSE). Faktem jest natomiast, że na giełdzie jest wiele mniejszych spółek, notowanych na poziomie P/E < 10. Do grona tego zaliczyć można Elektrotim, spółkę porównywalną do Elektrobudowy. Podwyższamy rekomendację z trzymaj do akumuluj.

### Prognoza zysku w 2011 roku realna przy wyższych przychodach

Prognoza Zarządu na rok 2011, zakładająca 48,6 mln PLN zysku netto, jest możliwa do wykonania, przy wyższych niż zakładane przychodach. Zarząd nie planuje korygować prognoz zysku. Portfel zleceń Elektrobudowy przekracza już 800 mln PLN (w roku ubiegłym o tej porze: 646 mln PLN). Wciąż problemem pozostaje jednak niska rentowność projektów. Marże na projektach pozostaną niskie co najmniej do końca roku – obawia się Prezes spółki.

### Kontrakt za 100,9 mln PLN

ZUE w konsorcjum z Elektrobudową (partner) podpisało umowę na 208,8 mln PLN, z czego udział ZUE to 100,9 mln PLN (13,2% prognozowanych przychodów na rok 2011). Umowa została podpisana z MPK w Poznaniu i dotyczy budowy zajezdni tramwajowej Franowo w Poznaniu. Termin realizacji prac to 12 lipca 2013 roku.

### Aneks za 24,2 mln PLN na Stadionie Narodowym

Konsorcjum Elektrobudowy, Qumak Sekom i Agat podpisało z konsorcjum Hydrobudowa Polska i Alpine aneks do umowy o wykonanie prac na budowie Stadionu Narodowego. Wartość aneksu to 24,2 mln PLN (3,2% prognozowanych przychodów Elektrobudowy na rok 2011). Termin realizacji prac to koniec listopada 2011.



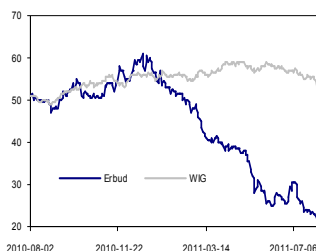
## Erbud (Kupuj)

Cena bieżąca: 21,65 PLN    Cena docelowa: 37,6 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-20

(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%	1 338,8	4,5%	Liczba akcji (mln)	12,6
EBITDA	68,3	29,0	-57,5%	24,8	-14,5%	59,8	140,8%	MC (cena bieżąca)	272,2
marża EBITDA	7,2%	2,6%		1,9%		4,5%		EV (cena bieżąca)	228,2
EBIT	60,5	20,9	-65,5%	16,6	-20,3%	51,5	209,5%	Free float	27,5%
Zysk netto	41,7	12,1	-71,0%	15,4	27,1%	43,1	180,4%		
P/E	6,5	22,5		17,7		6,3		Zmiana ceny: 1m	-29,0%
P/CE	5,5	13,4		11,6		5,3		Zmiana ceny: 6m	-58,0%
P/BV	1,2	1,1		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	-57,4%
EV/EBITDA	2,0	6,0		9,2		3,8		Max (52 tyg.)	61,0
Dywid (%)	0,6	2,3		1,1		1,1		Min (52 tyg.)	21,7



W Q2 2011 Erbud powinien wygenerować około 4,7 mln PLN zysku netto, czyli mniej, niż pierwotnie oczekiwaliśmy (7-9 mln PLN). Niższy wynik związany jest ze słabszymi marżami i opóźnieniami w realizacji kontraktu na budowę przejścia granicznego w Budmierzu. Kolejne kwartały powinny przynieść poprawę. W całym roku możliwe jest wygenerowanie około 10 mln PLN – prognozy na rok 2011 mogą być korygowane w dół, prognozy na rok 2012 pozostają aktualne. Wzrost zysku z 10 mln PLN do 43,1 mln PLN w 2012 roku wynika z: 1) braku straty netto za Q1 2011 (14,2 mln PLN, głównie efekt rezerw związanych z budową CH Silesia); 2) poprawie wyniku działalności deweloperskiej (oddania mieszkań w inwestycjach rozpoczętych po „kryzysie”, niższy koszt budowy); 3) wdrożeniu programu wcześniejszych płatności podwykonawcom (50 mln PLN pozyskane z obligacji pozwoli zwiększyć marżę z działalności budowlanej o nawet 1%). Zakładając powrót marży EBIT w 2011 roku do poziomu prawie 3%, Erbud notowany jest na poziomie P/E 2012 = 6,3. Budownictwo kubaturowe ma perspektywy wzrostu w segmencie prywatnym. Liczymy na nowe kontrakty. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

### Kontrakt na budowę osiedla mieszkaniowego za 30,2 mln PLN

Erbud podpisał umowę z RED Real Estate Development Alpha na budowę osiedla przy ul. Skoroszewskiej w W-wie. Wartość umowy to 30,2 mln PLN (2,4% prognozowanych przychodów Erbudu na rok 2011).

### Kontrakt za 26,5 mln PLN

Erbud podpisał umowę z Grupo Lar Estate Polonia na budowę budynków wielorodzinnych w Warszawie. Wartość umowy to 26,5 mln PLN (2,1% prognozowanych przychodów Erbudu w 2011 roku). Termin na realizację prac to 16 miesięcy.

### Skuteczna emisja obligacji

Erbudowi udało się wyemitować 3-letnie niezabezpieczone obligacje o wartości 50 mln PLN. Pieniądze będą przeznaczone na zwiększenie kapitału obrotowego (wcześniejsze płatności podwykonawcom w celu negocjacji niższych cen usług). Oprocentowanie obligacji to WIBOR 6M + 3,4% marży.



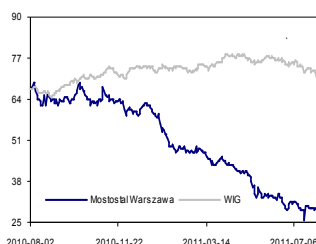
## Mostostal Warszawa (Kupuj)

Cena bieżąca: 28,2 PLN      Cena docelowa: 54 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-20

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 712,1	2 570,4	-5,2%	2 773,3	7,9%	2 683,1	-3,3%	Liczba akcji (mln)	20,0
EBITDA	209,1	119,7	-42,8%	75,4	-37,0%	108,4	43,9%	MC (cena bieżąca)	564,0
marża EBITDA	7,7%	4,7%		2,7%		4,0%		EV (cena bieżąca)	359,1
EBIT	181,2	84,3	-53,5%	38,3	-54,6%	70,4	83,9%	Free float	29,9%
Zysk netto	117,3	62,5	-46,7%	35,5	-43,1%	60,4	70,0%		
P/E	4,8	9,0		15,9		9,3		Zmiana ceny: 1m	-10,4%
P/CE	3,9	5,8		7,8		5,7		Zmiana ceny: 6m	-42,4%
P/BV	1,2	1,1		1,0		1,0		Zmiana ceny: 12m	-59,2%
EV/EBITDA	1,4	2,3		4,8		3,1		Max (52 tyg.)	69,2
Dyyield (%)	1,1	6,3		2,0		1,9		Min (52 tyg.)	26,0



Mostostal Warszawa jest naszym zdaniem najtańszą spółką budowlaną notowaną na GPW i jedną z najtańszych w regionie. Na poziomie EV/S = 0,13, Mostostal jest tańszy, niż spółki japońskie, niemieckie, czy austriackie (rynk o niskich marżach i agresywnej konkurencji). Kapitalizacja spółki na koniec 2010 roku, pomniejszona o gotówkę netto, to jedynie 375 mln PLN, a mówimy przecież o jednej z największych, zdywersyfikowanych grup w Polsce. Dla porównania, EV 2010 Polimexu = 1 937 mln PLN. Nie widzimy uzasadnienia dla tak dużej rozbieżności w EV obu spółek – wyniki Q2 2011 Polimexu i Mostostalu Warszawa będą porównywalne. Niestety, konsorcjum z udziałem Mostostalu złożyło 2-gą w kolejności ceny ofertę na budowę bloku w Opolu (9,5 mld PLN). Nie wyklucza to udziału Mostostalu w inwestycji, ale na pewno go ogranicza. Liczymy, że nawet, gdy Alstom będzie generalnym wykonawcą, część prac związanych w budowę bloku może realizować Remak, czy Mostostal Puławy. Firma pozostaje aktywna we wszystkich innych interesujących przetargach (hydrotechnika, spalarnie, energetyka). Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

### Kontrakt za 27,4 mln PLN

Mostostal Warszawa w konsorcjum z Atline podpisał umowę z 12 Terenowym Oddziałem Lotnikowym na roboty budowlane wraz z dostawą urządzeń i wyposażenia, w ramach budowy kompleksu sportowego. Wartość umowy to 27,4 mln PLN (1,0% prognozowanych przychodów Mostostalu na rok 2011). Termin realizacji prac to koniec czerwca 2013 roku.

### Kontrakt energetyczny Remaku za 43,7 mln PLN

Mostostal Warszawa w konsorcjum z Remak i Remak-Rozruch podpisał umowę z PGE Elektrownia Opole na budowę instalacji do bezpośredniego podawania biomasy do kotła nr 2 w PGE Elektrownia Opole. Wartość umowy to 43,7 mln PLN (1,6% prognozowanych przychodów Mostostalu na rok 2011). Termin realizacji prac to 16 miesięcy.

### Kontrakt Mostostalu Płock za 69,8 mln PLN

Mostostal Płock podpisał umowę z firmą Strabag na kwotę 69,8 mln PLN (nie sprecyzowano, czy jest to kwota brutto, czy netto). 69,8 mln PLN to 2,5% prognozowanych przychodów Mostostalu na rok 2011 i 49,4% zeszłorocznych przychodów Mostostalu Płock. Umowa dotyczy wytworzenia, dostawy i zabezpieczenia konstrukcji stalowej, która zostanie wykorzystana w budowie mostu w Toruniu. Wiadomość pozytywna dla Mostostalu Płock. Spółka miała do tej pory bardzo mały portfel zleceń (jedynie 30 mln PLN na II półrocze 2011).

### Zapowiedź kolejnych kontraktów Mostostalu Płock

Prezes Mostostalu Płock informuje, że spółka czeka na rozstrzygnięcie przetargu na budowę dwóch zbiorników w PERN. W postępowaniu Mostostal zaproponował najniższą cenę. Chodzi o kontrakt o wielkości zbliżonej do połowy rocznej sprzedaży Mostostalu (około 70 mln PLN). Gdyby Mostostal pozyskał ten kontrakt, mogłoby to częściowo wpływać na tegoroczną sprzedaż.



## PBG (Kupuj)

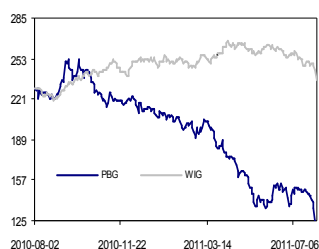
Cena bieżąca: 122 PLN

Cena docelowa: 167,9 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-20

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 578,0	2 740,3	6,3%	3 824,2	39,6%	5 901,5	54,3%	Liczba akcji (mln)	14,3
EBITDA	338,7	319,4	-5,7%	352,9	10,5%	452,1	28,1%	MC (cena bieżąca)	1 744,0
marża EBITDA	13,1%	11,7%		9,2%		7,7%		EV (cena bieżąca)	2 311,4
EBIT	286,5	272,7	-4,8%	294,7	8,1%	391,8	33,0%	Free float	37,4%
Zysk netto	210,6	224,3	6,5%	236,3	5,4%	283,0	19,7%		
P/E	8,3	7,8		7,4		6,2		Zmiana ceny: 1m	-18,1%
P/CE	6,6	6,4		5,9		5,1		Zmiana ceny: 6m	-39,9%
P/BV	1,2	1,1		1,0		0,8		Zmiana ceny: 12m	-45,0%
EV/EBITDA	7,2	8,0		6,5		4,5		Max (52 tyg.)	252,0
Dywid (%)	304,4	1,1		1,1		1,4		Min (52 tyg.)	122,0



Alstom złożył najtańszą ofertę na budowę bloku w Opolu (9,0 mld PLN). PBG jest partnerem Alstomu w przetargach energetycznych, ale formalnie nie uczestniczy w konsorcjum na budowę bloków w Opolu. Prawdopodobnie, PBG będzie miało swój udział w pracach, wstępnie szacujemy go na 20-40% wartości kontraktu. 20% to wariant minimum, wynikający z oceny potencjałów Rafako i Energomontażu Południe. Wariant 40% uwzględnia też wykonawstwo części budowlanej, głównie przez Hydrobudowę. PBG notowane jest na poziomie P/E 2011 = 7,4. W przyszłym roku, wraz z przejściem Rafako i Energomontażu, wyniki PBG wzrosną. Zarząd PBG planuje osiągnąć w przyszłości 5-6 mld PLN przychodów. Plany te wydają nam się realne, biorąc pod uwagę: a) akwizycje spółek działających w segmencie energetycznym b) ocenę wartości oczekiwanej przetargów, w których PBG uczestniczy wspólnie z Alstodem. PBG posiada duże perspektywy wzrostu, ryzykiem pozostaje jedynie duży poziom długu, zwielokrotniony przez zaplanowane przejście Rafako. Na razie nie widzimy przesłanek, aby oczekiwać w przyszłości emisji akcji, w celu zasilenia kapitału obrotowego. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

### Cel: 6 mld PLN przychodów, 1 mld EUR backlogu za granicą

Prezes Wiśniewski zapowiada, że w 2012 roku PBG może osiągnąć 4-5 mld PLN przychodów, zaś w roku 2013 nawet 6 mld PLN przychodów. Z rynków zagranicznych, PBG interesuje m.in. RPA, Mozambik. W RPA założona została spółka, która ma wspólnie z OHL i Alstodem realizować kontrakty. RPA produkuje ponad połowę energii w Afryce. Za granicą PBG chce mieć portfel zleceń rzędu 1 mld EUR i rocznie realizować 100-200 mln EUR przychodów. Już dziś Rafako realizuje 300 mln PLN przychodów za granicą. Prezes Wiśniewski nie widzi też przeciwwskazań, aby Rafako było dostawcą technologii dla każdego, kto wygra rywalizację o duże przetargi energetyczne z PBG. Ostateczna decyzja w sprawie ewentualnej sprzedaży Hydrobudowy ma zapaść pod koniec roku. Jedno jest pewne – cena za spółkę nie będzie niższa.



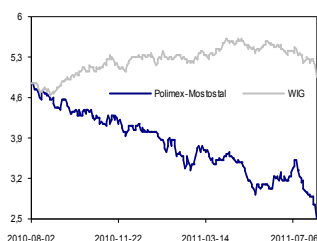
## Polimex Mostostal (Trzymaj)

Cena bieżąca: 2,51 PLN      Cena docelowa: 3,41 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-07-05

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	4 836,7	4 160,9	-14,0%	4 719,9	13,4%	4 846,2	2,7%	Liczba akcji (mln)	521,7
EBITDA	343,6	300,4	-12,6%	279,2	-7,1%	312,5	11,9%	MC (cena bieżąca)	1 309,5
marża EBITDA	7,1%	7,2%		5,9%		6,4%		EV (cena bieżąca)	1 843,5
EBIT	264,9	212,7	-19,7%	169,2	-20,4%	202,0	19,4%	Free float	62,0%
Zysk netto	156,4	109,7	-29,9%	110,3	0,6%	148,6	34,7%		
P/E	7,4	10,6		11,9		8,8		Zmiana ceny: 1m	-25,5%
P/CE	5,0	5,9		5,9		5,1		Zmiana ceny: 6m	-30,7%
P/BV	0,9	0,8		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	-46,9%
EV/EBITDA	4,7	5,6		6,6		5,6		Max (52 tyg.)	4,7
Dywid (%)	0,4	1,6		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,5



Wyniki Q2 2011 mogą być nawet słabsze, niż zakładaliśmy (prognoza: 8,8 mln PLN zysku netto). Spodziewamy się słabej jakości wyniku (niska marża brutto na sprzedaży, pozytywne zdarzenia jednorazowe) oraz około 50-80 mln PLN negatywnego operacyjnego cash flow. Z uwagi na słabsze wyniki Q2 2011, liczymy się z koniecznością korekty całorocznych prognoz zysku netto o około 30%. Widzimy kilka czynników ryzyka, które niekorzystnie mogą wpływać na wyniki 2011 i 2012 roku: wysokie zatrudnienie w relacji do przychodów (14,3 tys. pracowników, 4,2 mld PLN przychodów, Budimex: 4,6 tys. pracowników, 4,4 mld PLN przychodów), niski portfel zleceń w energetyce i chemii (tam zatrudnionych jest gros pracowników), ryzyka związane z realizacją kontraktów drogowych, niską rentowność działalności produkcyjnej. Z pozytywów, dostrzegamy szansę na dużą poprawę wyników w latach 2013-2014 (realizacja prac dla energetyki) oraz bardzo duże obciążenie mocy w ramach działalności produkcyjnej (szacujemy aż 90%). Poza tym, nawet zwycięstwo Alstoma w Opolu daje Polimexowi szanse na wykonawstwo istotnej części prac w ramach inwestycji (dostawa i montaż konstrukcji stalowych, inne montaż, dostawy rurociągów energetycznych, prace budowlane). Podtrzymujemy rekomendację neutralną.

### Zapowiedź słabych wyników w Q2 2011

Prezes Jaskóła przyznał, że poziom marż osiągniętych w Q2 2011 przez Grupę Polimex Mostostal nie był tak atrakcyjny, jak oczekiwała spółka. Prezes odmówił odpowiedzi na pytanie, czy spółka w 2011 roku zrealizuje marżę netto zbliżoną do 3%. Sprzedaż jest satysfakcjonująca. Niższą rentowność Prezes tłumaczy rozbudowanym potencjałem spółek, przy malejącej podaży kontraktów.

### Najkorzystniejsza oferta za 149,9 mln PLN

Miejski Zarząd Ulic i Mostów w Tychach wybrał ofertę Polimexu jako najkorzystniejszą w przetargu na przebudowę drogi krajowej Gdańsk – Cieszyn w granicach miasta Tychy. Wartość oferty to 149,9 mln PLN (3,2% prognozowanych przychodów Polimexu na rok 2011).

### Kontrakt za 62,8 mln PLN

Polimex Mostostal podpisał umowę z Uniwersytetem Gdańskim na budowę budynku dydaktycznego Neofilologii Wydziału Filologicznego i administracyjnego uniwersytetu. Wartość umowy to niemal 62,8 mln PLN (1,3% prognozowanych przychodów spółki na rok 2011).

### Wybór oferty za 294,3 mln PLN

Oferta Polimex Mostostal została wybrana jako najkorzystniejsza w przetargu na budowę hali widowiskowo-sportowej Podium w Gliwicach. Wartość oferty to 294,3 mln PLN (6,2% prognozowanych przychodów Polimexu na rok 2011). Kosztorys inwestora opiewał na 365 mln PLN. Tańsza o kilkanaście mln PLN oferta greckiej firmy została odrzucona z powodu braków w dokumentacji.

### Kontrakt za 34,5 mln PLN

Polimex podpisał kontrakt z urzędem gminy Świecie na budowę kompleksu unieszkodliwiania odpadów komunalnych w Sulnówku za 34,5 mln PLN (0,7% prognozowanych przychodów na rok 2011). Zakończenie budowy nastąpi w listopadzie 2012.

### KIO odrzuciła odwołanie Pol-Aqua w przetargu na dworzec w Łodzi

KIO odrzuciła odwołanie złożone przez konsorcjum Dragados i Pol-Aqua w sprawie wyboru oferty Torpolu w zakresie budowy podziemnego dworca kolejowego w Łodzi. Wartość oferty Torpolu to 1,43 mld PLN, zaś odrzuconej oferty Pol-Aqua to 1,25 mld PLN. Odwołania od decyzji zamawiającego złożyły też Budimex i Hydrobudowa Polska.



## Rafako (Akumuluj)

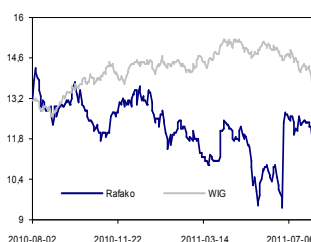
Cena bieżąca: 11,6 PLN

Cena docelowa: 12,8 PLN

Analityk: 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)	807,4
marża EBITDA	7,0%	6,1%		5,5%		5,5%		EV (cena bieżąca)	618,7
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	21,4	18,5		14,3		13,2		Zmiana ceny: 1m	-7,4%
P/CE	15,7	14,5		11,5		10,7		Zmiana ceny: 6m	-4,5%
P/BV	2,2	2,0		1,8		1,6		Zmiana ceny: 12m	-17,7%
EV/EBITDA	8,5	8,5		8,0		7,3		Max (52 tyg.)	14,1
Dywid (%)	0,0	2,6		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	9,4



**Przejęcie Rafako przez PBG może być dla spółki korzystne. Po pierwsze, rodzi ono nadzieje na ogłoszenie wezwania na akcje Rafako po cenie 15,5 PLN/akcję. Wezwanie dotyczyłoby 16% akcji spółki. Po drugie, może zmienić się polityka księgową Rafako. Rafako bardziej konserwatywnie podchodzi do szacunku ryzyka, niż Grupa PBG. Istnieje szansa, że po przejęciu kontroli przez PBG, przyszłoroczna prognoza zysków Rafako zaskoczy pozytywnie. Niestety, oferta konsorcjum z udziałem Rafako na budowę bloku w Opolu okazała się drugą pod względem ceny. Niemniej, realizacja inwestycji przez Alstom daje naszym zdaniem szansę na realizację około 20% przewidzianych prac przez raciborską spółkę. Kolejnym przetargiem, gdzie Rafako występuje bezpośrednio z Mostostalem Warszawa, jest przetarg na budowę bloku w Jaworznie. W pozostałych przypadkach Rafako będzie pełnić rolę podwykonawcy. Nadal daje to szansę na istotny wzrost przychodów do poziomu około 2 mld PLN rocznie. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.**

### Plany budowy elektrowni opalanej biomasą

Rafako rozważa budowę elektrowni opalanej biomasą w Raciborzu. Blok zaopatrywałby w ciepło i energię zakłady spółki oraz Racibórz. Blok służyłby też do przetestowania nowatorskich rozwiązań technicznych, które potem spółka mogłaby wdrożyć w produkcji. Parametry techniczne bloku zależą od ustaleń z miastem. Rozważanych jest kilka scenariuszy. Jedną z propozycji jest budowa bloku o mocy cieplnej 20 MW i elektrycznej 3-5 MW. Nie ma na dziś szacunków, ile kosztowałby blok. Jest to uzależnione od warunków podłączenia do sieci i ewentualnych dotacji UE.



## Trakcja Tiltra (Kupuj)

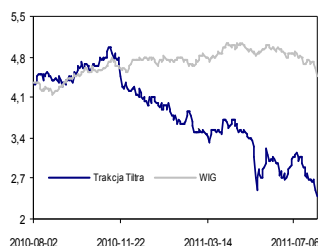
Cena bieżąca: 2,4 PLN

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)	557,1
marża EBITDA	12,2%	11,2%		7,7%		6,9%		EV (cena bieżąca)	995,4
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	5,4	11,8		7,7		7,0		Zmiana ceny: 1m	-21,6%
P/CE	4,7	8,9		4,7		4,5		Zmiana ceny: 6m	-34,6%
P/BV	1,0	1,0		0,7		0,6		Zmiana ceny: 12m	-46,2%
EV/EBITDA	2,8	3,2		5,7		5,0		Max (52 tyg.)	5,0
Dywid (%)	4,2	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,4



Nasza prognoza wyników Q2 2011 jest prawdopodobnie jest zbyt optymistyczna, gdyż zakłada wygenerowanie zbyt wysokich przychodów. Przychody mogą być niższe, niż zakłada nasza prognoza, o około 200 mln PLN. Oznaczać to może jednocześnie niższy wynik na poziomie zysku netto. Niemniej, jest to jedynie kwestia rozłożenia wyniku między poszczególnymi kwartałami. Prognoza całoroczna pozostaje aktualna. Warto zwrócić uwagę na ostatni raport bieżący, dotyczący prac podzleconych Poldimowi (spółka z Grupy Tiltra) przez Trakcję. Sytuacja taka może się powtarzać. Szacujemy, że z całego „kolejowego” portfela zleceń Trakcji, prace za około 400-450 mln PLN mogą być podzleczone polskiemu spółkom drogowym z Grupy Tiltra. Jest to wiadomość istotna, w kontekście obaw o wypełnienie przyszłorocznego portfela zleceń Tiltry w ramach prac realizowanych w Polsce. Trakcja – Tiltra jest notowana na poziomie P/E 2011 = 7,7. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

### Wyniki Tiltry za rok 2010/2011 były zgodne z oczekiwaniami

Portfel zleceń Trakcji-Tiltry ma już wartość 4,7 mld PLN. Z tego 3,7 mld PLN dotyczy prac na kolei. W 2011 roku Trakcja –Tiltra zrealizuje z posiadanego portfela dużo ponad 2 mld PLN. Skonsolidowany zysk netto Tiltry za rok 2010/2011, zakończony 31 marca, będzie wynosił 63 mln PLN, czyli tyle, ile prognozowano. Są też duże szanse, aby wynik Tiltry w latach 2011/2012 osiągnął prognozowany poziom 67 mln PLN.

### Kontrakt za 82,7 mln PLN

Kauno Tiltai, spółka zależna od Trakcji – Tiltry, podpisała w konsorcjum kontrakt na budowę II etapu zachodniej obwodnicy Wilna. Wartość umowy to 162,0 mln PLN, z czego na Trakcję – Tiltry przypada 82,7 mln PLN (3,7% prognozowanych przychodów Trakcji – Tiltry na rok 2011). Termin realizacji prac to 33 miesiące.

### Kontrakty drogowe Tiltry za 44,9 mln PLN

Kauno Tiltai, podmiot zależny Trakcji – Tiltry, podpisał w ciągu ostatnich 3 miesięcy z Litewskim Zarządem Dróg umowy za 44,9 mln PLN (2% prognozowanych przychodów na rok 2011).

### Trakcja zleca prace Tiltrze

Trakcja Polska podpisała umowę ze spółką Poldim z Grupy Tiltra, w sprawie wykonania prac w ramach modernizacji LCS Malbork. Wartość umowy to 46,3 mln PLN.



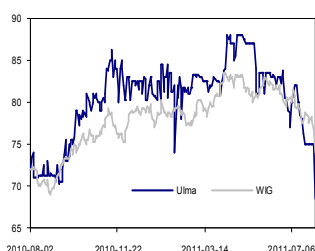
## Ulma Construcción Polska (Kupuj)

Cena bieżąca: 68,6 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)	360,5
marża EBITDA	41,1%	48,4%		49,8%		46,2%		EV (cena bieżąca)	475,3
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		35,2		10,6		11,4		Zmiana ceny: 1m	-14,3%
P/CE	5,8	4,1		3,4		3,5		Zmiana ceny: 6m	-16,3%
P/BV	1,4	1,3		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	-3,4%
EV/EBITDA	8,0	5,4		3,7		3,9		Max (52 tyg.)	88,0
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	68,6



Q2 2011 będzie lepszy, niż nasze oczekiwania, zawarte w ostatniej aktualizacji rekomendacji inwestycyjnej. Jest to jednak jedynie kwestia rozłożenia się wyniku pomiędzy kwartały – prognoza całoroczna pozostaje aktualna. Ulma notowana jest na poziomie P/E 2011 = 10,6 i EV/EBITDA 2011 = 3,7. P/E jest relatywnie wysokie, gdyż spółka amortyzuje szalunki w 8-9 lat (konkurencja: na przykład w 12 lat). W segmencie drogowym zauważalny jest deficyt szalunków, wynikający z koncentracji dużego wolumenu prac w krótkim okresie czasu. Rosną koszty dzierżawy szalunków, tak po stronie cen katalogowych, jak i stawek dzierżawy. Powoli poprawia się też sytuacja w budownictwie kubaturowym, co szczególnie zauważalne jest w przypadku dużych, skomplikowanych obiektów. Nowi, zagraniczni gracze nie są w stanie skutecznie zaistnieć z kompleksową ofertą na rynku krajowym. Część firm zagranicznych, patrząc na ROI dla poszczególnych rynków, stwierdza, że rynek polski nie jest atrakcyjny. Firmy, takie jak Ulma, ograniczają inwestycje, w celu dopasowania podaży sprzętu do przyszłego popytu. Sytuacja rynkowa pozytywnie wpływa na perspektywy wyników finansowych Ulmy, tak w 2011, jak i w 2012 roku. Z uwagi na spadek kursu Ulmy, podwyższamy rekomendację inwestycyjną z akumuluj do kupuj.



## Unibep (Kupuj)

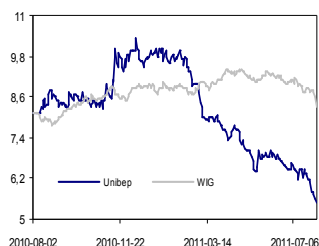
Cena bieżąca: 5,5 PLN

Cena docelowa: 9,78 PLN

Analityk: 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)	186,6
marża EBITDA	8,0%	5,4%		4,3%		7,3%		EV (cena bieżąca)	262,5
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	10,5	8,2		9,6		4,6		Zmiana ceny: 1m	-16,5%
P/CE	8,3	6,5		7,2		3,9		Zmiana ceny: 6m	-44,6%
P/BV	1,7	1,3		1,2		0,9		Zmiana ceny: 12m	-32,1%
EV/EBITDA	6,1	5,6		7,9		4,7		Max (52 tyg.)	10,3
Dywid (%)	1,8	1,8		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	5,5



Unibep w ostatnim miesiącu zaskakiwał pozytywnymi wiadomościami, a mimo to, kurs spółki spadł prawie 15%. W lipcu miały miejsce następujące zdarzenia: 1) Unibep podpisał umowy sprzedaży biurowca, który wybuduje przy ul. Grzybowskiej. Przyszły nabywca udziela kredytu inwestycyjnego. Cena sprzedaży jest zgodna z naszymi oczekiwaniami. 2) Kolejny kontrakt rosyjski (Hotel Wnukowo) został objęty gwarancjami KUKI i jego realizacja może się rozpocząć. 3) Unibep wycofał się z realizacji stadionu w Lublinie, po cenie znacznie niższej, niż oferty konkurentów. Spółka notowana jest na poziomie P/E 2012 < 5. Faktem jest, że istotna część wyniku pochodzi z działalności deweloperskiej, działalność ta jednak jest powtarzalna. Projekt mieszkaniowy na Białołęce w 2012 roku zastąpi projekt na Mokotowie. Budowę biurowca w Warszawie zastąpi budowa centrum handlowego w Kutnie. Dostrzegamy szanse na kolejne duże kontrakty na rynkach wschodnich. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

### Wyniki Q2 2011, portfel zleceń, perspektywy

Przychody w I półroczu wzrosły o 20-25% r/r i mniej więcej o tyle spadł zysk netto r/r. Zapowiedzi Prezesa odnośnie wyników Q2 2011 wskazują, że spółka w Q2 może wygenerować 203,5 – 217,8 mln PLN przychodów i 4,3 – 4,7 mln PLN zysku netto. Pogorszenie zysków r/r w I półroczu to efekt wysokiej bazy za H1 2010 (bardzo wysokie marże z działalności budowlanej, duże przychody z działalności deweloperskiej). Portfel zamówień na rok 2011 ma już wartość ponad 800 mln PLN. Na rok 2012 Unibep ma zamówienia warte 700 mln PLN. Wyższy niż przed rokiem ma być zysk netto – o tym Prezes Unibepu jest w 100% przekonany. W Rosji Unibep negocjuje umowę z segmentu budownictwa przemysłowego wartą 100 mln EUR. Spółka wzmacnia zaplecze kadrowe w Rosji. W tym roku działalność na wschodzie może przynieść ponad 200 mln PLN przychodów. Prezes przyznaje też, że spółka wybiera kontrakty rosyjskie nie obciążone dużym ryzykiem.

### Kontrakt za 83 mln EUR objęty gwarancjami KUKI

Unibep poinformował o objęciu kontraktu na budowę hotelu Wnukowo w Moskwie gwarancjami KUKI. Praktycznie oznacza to, że kontrakt będzie realizowany. Wartość umowy to 83 mln EUR (350,6 mln PLN, czyli 44,9% prognozowanych przychodów na rok 2011). Kontrakt nie został uwzględniony w naszych prognozach wyników Unibepu w 2011 roku – przez co widzimy potencjał do podwyższenia prognoz.

### Kontrakt Unibepu z Atlas Estates za 60,7 mln PLN

Unibep podpisał kontrakt ze spółką Atlas Estates Zielono na budowę budynku wielorodzinnego przy ul. Przasnyskiej w Warszawie. Wartość umowy to 60,7 mln PLN (7,8% prognozowanych przychodów Unibepu na rok 2011).

### Kontrakt za 22,7 mln PLN

Unibep podpisał umowę dotyczącą realizacji 1 etapu osiedla w Ząbkach z LC Corp. Wartość kontraktu to 22,7 mln PLN (2,9% prognozowanych przychodów na rok 2011). Termin realizacji prac to 16 miesięcy.

### Kontrakt za 35 mln PLN

Unibep w konsorcjum z Siauliu Plentas (partner) podpisał umowę z Podlaskim Zarządem Dróg Wojewódzkich umowę na budowę i rozbudowę drogi nr 678 na odcinku Białystok – Kleosin. Wartość umowy to 35 mln PLN (4,5% prognozowanych przychodów Unibepu na rok 2011).

### Sprzedaż projektu biurowego przy ul. Grzybowskiej

Unibep podpisał ze spółką BPS Grzybowska przedwstępłą umowę sprzedaży budynku biurowego, który powstanie przy ul. Grzybowskiej 81 (projekt przejęty przez Unibep od



Pekaesu). Cena sprzedaży gotowego budynku to 97,25 mln PLN. Cena ta nie obejmuje kosztów finansowania i kosztów fit-out. Umowa ostateczna ma zostać zawarta do 28 lutego 2013 roku. Warunkiem jej zawarcia jest uzyskanie prawomocnej decyzji na użytkowanie budynku, brak wad fizycznych i prawnych budynku.

#### **Wybór oferty za 110,7 mln PLN**

Budimex poinformował o wyborze oferty spółki na budowę stadionu miejskiego w Lublinie. Wartość oferty to 110,7 mln PLN (2,3% prognozowanych przychodów Budimexu na rok 2011). Termin realizacji prac to 30 września 2013 roku.



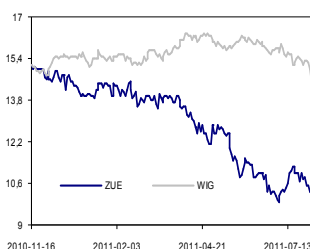
## ZUE (Kupuj)

Cena bieżąca: 10,18 PLN    Cena docelowa: 13,2 PLN

Analitik: 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)	224,0
marża EBITDA	9,4%	8,2%		7,5%		7,6%		EV (cena bieżąca)	246,1
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	18,9	13,3		10,7		10,1		Zmiana ceny: 1m	2,7%
P/CE	15,4	9,5		7,7		6,8		Zmiana ceny: 6m	-27,3%
P/BV	3,2	1,4		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	11,8	7,6		6,2		5,1		Max (52 tyg.)	15,1
Dywid (%)	0,0	0,7		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	9,9



ZUE prawdopodobnie w Q2 2011 wygeneruje znacznie wyższe, niż zakładaliśmy, przychody. Różnica może sięgać nawet 70 mln PLN. Przekłada się to na wyższy wynik netto, nawet dwukrotnie wyższy, niż założyliśmy w prognozie. Wyższy wynik Q2 2011 nie wpływa istotnie na prognozy całoroczne. Podtrzymujemy nasze szacunki, zakładające wygenerowanie w Q2 2011 20,9 mln PLN zysku netto (P/E 2011 = 10,7). Sytuacja spółki jest stabilna. Większość podwykonawców na kontraktach tramwajowych jest już zakontraktowana. Na przyszły rok, z wyłączeniem prac nad budową szybkiego tramwaju w Poznaniu (procedura odwoławcza), portfel zleceń ma wartość około 360 mln PLN. Problemy techniczne związane z jakością szyn w Krakowie, upublicznione w artykułach prasowych, dają szansę na nowe zlecenia, warte około 30 mln PLN. Rośnie też szansa na sprzedaż części zbędnych nieruchomości. Pozwoli to ZUE poprawić stany gotówkowe, będące przejściowo pod presją dużych wydatków na realizację prac budowlanych. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

### Kontrakt za 107,9 mln PLN

ZUE w konsorcjum z Elektrobudową (partner) podpisało umowę na 208,8 mln PLN, z czego udział ZUE to 107,9 mln PLN (20,4% prognozowanych przychodów na rok 2011). Umowa została podpisana z MPK w Poznaniu i dotyczy budowy zajezdni tramwajowej Franowo w Poznaniu. Termin realizacji prac to 12 lipca 2013 roku.

### Wybór oferty za 77,1 mln PLN

ZUE poinformowało o wyborze oferty spółki przez Infrastrukturę Euro Poznań 2012 na przedłużenie trasy tramwajowej Poznańskiego Szybkiego Tramwaju do dworca zachodniego w Poznaniu. Wartość netto oferty to 77,1 mln PLN (14,5% prognozowanych przychodów w 2011 roku). Termin realizacji prac to 31 grudnia 2012.

### Portfel zleceń na rok 2011 ma wartość 500 mln PLN

Portfel zleceń ZUE ma wartość 1 mld PLN, z czego zamówienia warte 500 mln PLN przypadają na rok 2011.

## Deweloperzy

### Segment komercyjny

#### Wartość transakcji na rynku nieruchomości komercyjnych

Cushman & Wakefield szacuje, że wartość transakcji na polskim rynku nieruchomości komercyjnych osiągnie w 2011 r. nie mniejszą wartość niż w roku ubiegłym. W H1 2011 wartość transakcji wyniosła 875 mln EUR. (689 mln EUR – H1 2010; 1269 mln EUR – H2 2010). Na rynku nieruchomości komercyjnych występuje sezonowość, stąd spadek wartości transakcji H/H nie powinien martwić. Polska jest wciąż liderem w regionie pod względem zawieranych transakcji, lecz jej udział powinien maleć na rzecz Rumunii, Słowacji, czy Węgier, gdzie inwestorzy dopiero zaczynają kupować. Utrzymanie aktywności inwestorów na rynku nieruchomości jest pozytywną informacją dla sektora. Informacja o ożywieniu popytu w pozostałych krajach regionu CEE jest zgodna z naszymi oczekiwaniami.

#### Dobra koniunktura na rynku biurowym

Jones Lang LaSalle opublikował dane za Q2 dla warszawskiego rynku nieruchomości biurowych. Popyt brutto na nową powierzchnię utrzymał się na wysokim poziomie 124 tys. mkw. (wzrost 25% R/R). W tym samym czasie oddano do użytku biurowce o łącznej powierzchni 24 tys. mkw. GLA, co spowodowało spadek poziomu pustostanów od 6,6% do 6,2%. Czynnose w najlepszych lokalizacjach w centrum Warszawy wzrosły o 6,4% do poziomu 22-25 EUR, natomiast stopy kapitalizacji spadły o 0,25pp. do poziomu 6,25%. Spośród miast regionalnych spadek poziomu pustostanów zanotowano w Łodzi, Trójmieście, Poznaniu i Katowicach. We Wrocławiu odnotowano wzrost poziomu pustostanów z 2,1% do 3,2%, co było związane z wprowadzeniem na rynek dwóch projektów biurowych, których proces komercjalizacji jeszcze się nie zakończył. Wiadomość pozytywna dla branży. Nasze prognozy dla rynku nieruchomości komercyjnych zakładają dalszą poprawę koniunktury.

#### Kraków najlepszą lokalizacją dla centrów usług biznesowych

Raport inwestycyjny Konferencji Narodów Zjednoczonych ds. Handlu i Rozwoju (UNCTAD) wskazuje Kraków jako najlepsze miejsce na świecie do lokowania centrów usług biznesowych. Polska jest natomiast szóstą lokalizacją na świecie pod względem atrakcyjności lokowania inwestycji (rok temu była na 11 miejscu). UNCTAD spodziewa się wzrostu bezpośrednich inwestycji zagranicznych na świecie w tempie kilkunastu procent rocznie. Wiadomość pozytywna w kontekście wzrostu popytu na nowoczesną powierzchnię biurową w Polsce.

#### Emisja akcji Grupy PHN może wynieść ponad 2 mld PLN

Pod koniec roku powinny ruszyć przygotowania do giełdowego debiutu Grupy PHN. W skład Grupy wchodzi Polski Holding Nieruchomości, Intraco oraz Budexpo. Skarb Państwa nie wykluczył, że w przypadku dużego popytu, może sprzedać cały pakiet akcji. Wartość aktywów Holdingu jest szacowana na 2,3 mld PLN. W ich skład wchodzi 180 nieruchomości, w tym 1,3 tys. ha działek i ok. 200 tys. mkw. powierzchni biurowej i logistycznej. Po dokończeniu realizowanych projektów deweloperskich, Grupa zamierza skoncentrować się na zarządzaniu nieruchomościami.

### Segment mieszkaniowy

#### Liczba sprzedanych mieszkań nie wzrosła w Q2 2011 q/q

Zgodnie z zestawieniem *Parkietu*, w Q2 2011 Wikana sprzedała 112 lokali (Q1 2011: 46), Inpro 95 lokali (Q1 2011: 102), Ronson 83 lokale (Q1 2011: 132), Marvipol 82 lokale (Q1 2011: 119), ED Invest 23 lokali (Q1 2011: 36). Gant sprzedał 223 mieszkania (Q1 2011: 144), Polnord 300 mieszkań (Q1 2011: 284), Robyg zaś 242 (Q1 2011: 292). Sumarycznie, nie dostrzegamy wzrostu sprzedaży mieszkań w Q2 2011. Wiadomość lekko negatywna. Czerwiec był słabszy, niż poprzednie miesiące (głównie efekt sezonowości). Łącznie nasza próbka deweloperów (wymienione powyżej spółki plus Dom Development i Unidevelopment, bez LC Corp i Budimex Nieruchomości – nie mamy danych) sprzedała w Q2 2011 1841 lokali (Q1 2011: 1857). Na razie nie wypowiadamy się wiążąco o ofercie na rynku, bo dysponujemy tylko wycenieniami dla kilku spółek. Dane za maj, publikowane przez redNet Consulting, sugerują jednak, że oferta mogła wzrosnąć q/q (na koniec Q1 2011 do sprzedania było 16,5 tys. lokali w Warszawie, na koniec maja 2011 już 18 tys.). W podziale na spółki, dużą poprawę sprzedaży w Q2 2011 zaobserwowano w Gancie (zakończenie „kryzysu sprzedaży” z Q1 2011, gdy spółka usztywniła ceny) oraz Wikanie (efekt znacznego wzrostu oferty).

#### Senat zatwierdził zmiany w *Rodzinie na Swoim*

Senat poparł nowelizację ustawy, przewidującą zmiany w programie *Rodzina na Swoim*. Zmiany przewidują m.in. obniżenie wskaźnika wykorzystywanego w kalkulacji limitu cen z 1,4 do 1,0 na rynku pierwotnym i z 1,4 do 0,8 na rynku wtórnym. Program wygaśnie z końcem 2012 roku. Zgłoszonymi przez Senat poprawkami zajmie się Sejm. Ustawę musi jeszcze podpisać Prezydent. Zmiany mogą wejść w życie od początku 2012 roku. Naszym zdaniem, efektywnie

*Rodzina na Swoim* przestanie funkcjonować od 2012 roku. Powszechnie kalkuluje się, że limity obniżą się z 9816 PLN/m<sup>2</sup> w Warszawie do około 7000 PLN/m<sup>2</sup> (zmiana wskaźnika z 1,4 do 1,0). Nie jest to jednak jedyna redukcja. Od początku Q4 2011 limity cenowe będą też uwzględniać niższe koszty budów, rozpoczętych po kryzysie. Da to kolejny spadek limitów. Początkowo spadną one w Q4 z 9816 PLN/m<sup>2</sup> do 7853 – 8344 PLN/m<sup>2</sup>, a następnie do 5610 – 5950 PLN/m<sup>2</sup> w Q1 2011. Oznacza to, że programem będą objęte jedynie nieliczne, tanie mieszkania deweloperów o peryferyjnych lokalizacjach. Program praktycznie przestanie działać na rynku wtórnym.

### **Już 46 tys. mieszkań w ofercie**

Zgodnie z danymi REAS, wielkość oferty deweloperów bije kolejne rekordy. Na koniec Q2 2011 jej wielkość osiągnęła poziom 46 tys. lokali, w tym około 18,5 tys. w Warszawie. W 2011 roku w Warszawie może zostać sprzedane 11,5-12 tys. mieszkań. Oznacza to, że oferta wystarczy na 1,5 roku sprzedaży, co jest naszym zdaniem stanem równowagi. Ryzykiem mógłby być obciążony dalszy wzrost oferty, co naszym zdaniem jest prawdopodobne. Wzrost oferty deweloperów powoduje spadek efektywności sprzedaży.

## **Gant Development**

### **Przyjęcie regulaminu wykupu akcji własnych**

Zarząd Gant Development podjął uchwałę odnośnie wykupu akcji własnych Spółki. Maksymalna liczba akcji nabytych przez spółkę nie może przekroczyć 2 mln akcji. Na wykup zostaną przeznaczone środki własne zgromadzone w kapitale zapasowym, do kwoty nieprzekraczającej 20 mln PLN. Wykup będzie realizowany od dnia 1 września 2011 do następnego ZWZA. W przypadku niskiej wyceny Spółki, niewykluczony jest skup akcji na dużo większą skalę. Obecna kapitalizacja Ganta wynosi 213 mln PLN, z czego w wolnym obrocie jest ok. 65% akcji. Obecnie Spółka jest wyceniana na P/BV = 0,34. Decyzja o skupie akcji własnych będzie stanowić wsparcie dla kursu akcji.

### **77 mieszkań sprzedanych netto w czerwcu 2011**

Gant poinformował o sprzedaży netto 77 lokali w czerwcu 2011. Wynik gorszy niż w maju, niemniej, zgodny z oczekiwaniami.

## **Ronson Development**

### **Ronson planuje wydać do 100 mln PLN na ziemię**

Ronson chce zwiększyć skalę działalności w segmencie popularnym. Firma myśli o projektach, które mogłyby powiększyć ofertę nawet o 500-1000 lokali. W tym celu spółka negocjuje zakup gruntów w W-wie, na Woli, Bemowie, Tarchominie i Pradze Południe. Firma chce oferować mieszkania za 6,5-7 tys. PLN/m<sup>2</sup> brutto. Na zakup gruntów Ronson może wydać ok. 100 mln PLN. W 2011 roku deweloper wypracuje kilka mln PLN zysku. W 2012 roku spółka może zaprezentować wyższy wynik, niż w 2010 roku (35 mln PLN zysku netto). W 2011 roku spółka planuje sprzedać 500 lokali, a w 2012 roku 800 lokali. Spółka ma bardzo duży bank ziemi. Plany jego powiększania oceniamy sceptycznie. Spółka notowana jest na poziomie P/BV = 0,78.



## BBI Development (Kupuj)

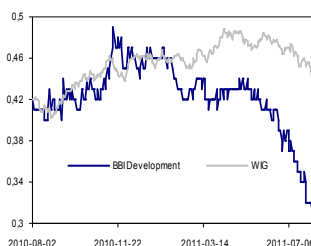
Cena bieżąca: 0,31 PLN

Cena docelowa: 0,53 PLN

Analityk: Piotr Zybala

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-08

(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)	162,2
marża EBITDA	-778,4%	42,5%		24,2%		45,8%		EV (cena bieżąca)	329,1
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		13,6		16,2		5,0		Zmiana ceny: 1m	-16,2%
P/CE		13,4		16,0		4,9		Zmiana ceny: 6m	-27,9%
P/BV	0,8	0,7		0,7		0,6		Zmiana ceny: 12m	-24,4%
EV/EBITDA		9,0		25,5		9,3		Max (52 tyg.)	0,5
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	0,3



W lipcu kurs akcji BBI Development spadł o 21%, pomimo braku nowych informacji z samej spółki. Dane płynące z rynku nieruchomości komercyjnych są pozytywne. W Q2 popyt na nową powierzchnię biurową w Warszawie wciąż przewyższał podaż. Zaobserwowano też kompresję stóp kapitalizacji i wzrost czynszów w najlepszych obiektach handlowych i biurowych. Są to ważne informacje z punktu widzenia realizacji inwestycji PI. Unii i Nowy Sezam. Rozstrzygnięć w sprawie budowy i finansowania części nadziemnej PI. Unii oczekujemy w Q4 2011. Nowy Sezam jest na etapie uzyskiwania WZ. Zwracamy uwagę na spodziewane słabsze wyniki finansowe w H2 2011, które będą zrekomensowane wpływami z przekazywanych mieszkań w H1 2012 (przekazania z projektów: Rezydencja Foksal i Małe Błonia). Podtrzymujemy rekomendację kupuj.



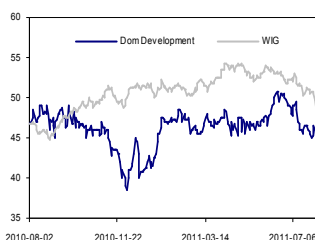
## Dom Development (Zawieszona)

Cena bieżąca: 44,49 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	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)	1 092,7
marża EBITDA	16,1%	12,0%		16,2%		16,9%		EV (cena bieżąca)	1 244,2
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	13,6	27,0		13,2		8,4		Zmiana ceny: 1m	-7,1%
P/CE	13,2	25,5		12,9		8,3		Zmiana ceny: 6m	-6,7%
P/BV	1,5	1,4		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	-8,2%
EV/EBITDA	12,2	18,5		12,3		6,4		Max (52 tyg.)	50,8
Dyield (%)	1,8	1,8		1,0		4,5		Min (52 tyg.)	38,5



**W czerwcu Dom Development rozpoczął przekazywanie mieszkań w łącznie 3 etapach w inwestycjach Derby, Klasyków i Saska. Kolejne 5 etapów zostanie ukończonych w drugiej połowie roku. Oznacza to, że Dom Development jest w stanie przekazać w całym 2011 roku ponad 1400 mieszkań i wypracować ok. 80 mln PLN zysku netto. Jest to zdecydowanie najwyższy wynik w segmencie deweloperów mieszkaniowych i około dwukrotny wzrost w stosunku do 2010 r. Sądzymy, że dynamika wzrostu zysku w 2012 r. nie będzie już tak wyraźna. W Q2 oczekiwaliśmy wzrostu liczby sprzedanych mieszkań w Dom Development do poziomu ok. 430-450 szt. Wartość ta najprawdopodobniej będzie niższa, podobnie jak prognozowana przez nas sprzedaż w ostatnich dwóch kwartałach tego roku. W konsekwencji, przy dzisiejszej cenie rynkowej akcji, osiągnięcie wskaźnika P/E < 10 w 2012 r. może okazać się trudne. Wkrótce pojawi się aktualizacja naszego raportu analitycznego dotyczącego sektora deweloperów mieszkaniowych, w związku z czym czasowo zawieszamy rekomendacje spółek z tego sektora.**

### W obawie o koniunkturę, Dom Development rozważa zmianę strategii

Wyniki sprzedaży mieszkań za H1 2011 Prezes Dom Development ocenia jako dobre, lepsze nawet od oczekiwanych. Zarząd dostrzega jednak kilka czynników ryzyka: wysoka inflacja i stopy procentowe, zła prasa, rekomendacje T i S, nowelizacja programu Rodzina na Swoim. Do tego dochodzi rosnąca podaż mieszkań i niepewna sytuacja międzynarodowa. Zarząd uznał, że musi zweryfikować plany na najbliższe 12 miesięcy. Start części inwestycji na kilkaset mieszkań został opóźniony o 2-6 miesięcy. Spółka ma dużą ofertę, ta decyzja nie powinna wpłynąć na bieżącą sprzedaż. Zweryfikowane mogą być też plany nabywania gruntów za 350 mln PLN. Większa część tej kwoty została lub zostanie w ramach umów przedwstępnych wydana. Co do nowych gruntów – spółkę interesują nowe działki, Dom Development nie zamierza jednak gruntów kupować szybko, za wszelką cenę. Spółka nie planuje wyższych dywidend – bufor bezpieczeństwa w postaci gotówki jest potrzebny. Naszym zdaniem za ograniczeniem planów inwestycyjnych powinna pójść wyższa dywidenda. Nie widzimy uzasadnienia utrzymywania tak dużej nadpłynności przez Dom Development. Opóźnienia w realizacji wybranych projektów uwzględnimy w zaktualizowanych prognozach i wycenie dewelopera.



## Echo Investment (Kupuj)

Analitik: Piotr Zybala

Data ostatniej aktualizacji: 2011-04-05

Cena bieżąca: 4 PLN

Cena docelowa: 6,17 PLN

(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)	1 680,0
marża EBITDA	46,5%	39,7%		91,7%		113,0%		EV (cena bieżąca)	3 442,1
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	16,2	11,4		8,6		4,1		Zmiana ceny: 1m	-25,7%
P/CE	15,5	11,3		8,3		4,0		Zmiana ceny: 6m	-9,3%
P/BV	1,0	0,9		0,8		0,7		Zmiana ceny: 12m	-15,4%
EV/EBITDA	16,7	19,9		9,4		6,6		Max (52 tyg.)	5,6
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	4,0



Lipcowa umowa z Eiffage na wykonanie stanu surowego biurowca we Wrocławiu, to drugi w ostatnim czasie kontrakt budowlany, którego wartość oceniamy pozytywnie. Założona przez nas średnia marża na realizacji inwestycji w segmencie handlowym (26%) może w rzeczywistości być wyższa. Na obiektach biurowych spodziewamy się średnio 35% marży. Zwracamy uwagę, że od naszego ostatniego przeglądu miesięcznego kurs Echo spadł o 26%, podczas gdy akcje GTC straciły na wartości 20%. W ostatnim czasie na rynku przeważały pozytywne informacje o podwyższeniu popytu na powierzchnię komercyjną w Polsce. Rynki Europy Południowo-Wschodniej wciąż czekają na poprawę koniunktury. Sądzymy, że większa ekspozycja na rynek Polski daje Echo przewagę nad GTC. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

### Umowa na wykonanie stanu surowego biurowca we Wrocławiu

Echo zawarło z Eiffage Budownictwo Mitex umowę na wykonanie stanu surowego biurowca Aquarius Business House we Wrocławiu. Umowa przewiduje realizację wielopoziomowego parkingu i zagospodarowanie terenu. Wartość kontraktu to 19 mln PLN netto. Umowa najprawdopodobniej dotyczy budowy pierwszego etapu (12 200 mkw GLA) kompleksu biurowego. Kontrakt o wartości 19 mln PLN oznacza koszt budowy poniżej 1600 PLN/1 mkw. Budowa stanu surowego biurowców Park Postępu, Malta II oraz Oxygen kosztowała od 1600 do 1900 PLN/1 mkw, stąd wartość wrocławskiego kontraktu wydaje się korzystna dla Echo.

### Rozpoczęcie budowy hotelu Novotel w Łodzi

Rozpoczęły się pierwsze prace terenowe przy inwestycji Hotel Novotel w Łodzi. Wznoszenie samego budynku nastąpi w sierpniu. Umowa przewiduje budowę czterogwiazdkowego hotelu i przekazanie go inwestorowi (Orbis SA) w stanie pod klucz. Budowa hotelu w Łodzi jest obecnie jedyną tego typu inwestycją Echo Investment. Termin rozpoczęcia budowy jest zgodny z naszymi założeniami.



## GTC (Kupuj)

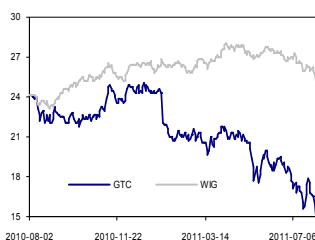
Cena bieżąca: 14,1 PLN

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) 3 093,2
marża EBITDA	-77,8%	65,8%		126,5%		159,0%		EV (cena bieżąca) 8 135,3
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		18,3		6,9		4,4		Zmiana ceny: 1m -19,5%
P/CE		18,1		6,9		4,3		Zmiana ceny: 6m -34,1%
P/BV	0,8	0,8		0,7		0,6		Zmiana ceny: 12m -41,3%
EV/EBITDA		18,0		9,6		7,7		Max (52 tyg.) 25,0
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.) 14,1



GTC przedstawi wyniki za H1 już 22 sierpnia. Na poziomie operacyjnym nie spodziewamy się istotnych zmian Q/Q. Największą niewiadomą jest wynik na wycenie nieruchomości inwestycyjnych. Sądymy, że pozytywne przeszacowanie wartości nieruchomości umiejscowionych w Polsce, może być pomniejszone o odpisy wartości aktywów zlokalizowanych w krajach regionu SEE. W ostatnim miesiącu najważniejszą informacją ze spółki była finalizacja sprzedaży Galerii Mokotów. Uważamy, że wysoki poziom gotówki po transakcji oraz możliwość wykorzystania finansowania zewnętrznego do współfinansowania prowadzonych inwestycji, zaspokoją potrzeby kapitałowe GTC na następne kilka kwartałów. Spółka nie powinna też mieć problemów z finansowaniem planowanych inwestycji w grunty. Ostatnio głównym rynkiem, o którym GTC wspominało w kontekście zakupu gruntów jest Warszawa. Sprzedaż Galerii odbije się negatywnie na osiąganych przez Spółkę przychodach. Będzie to widoczne już w wynikach Q3 2011. Szacujemy, że na koniec Q1 2011 zyski generowane przez Galerię Mokotów stanowią prawie 13% zysku brutto ze sprzedaży. Obecna cena akcji GTC implikuje wskaźniki P/BV (2011) = 0,7 oraz P/BV(2012) = 0,6. Oznacza to, że planowany w kolejnych latach wzrost powierzchni pod wynajem, nie jest dziś dyskontowany. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

### Zgoda UOKiK na sprzedaż udziałów w Galerii Mokotów

Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów wyraził zgodę na sprzedaż posiadanych przez GTC udziałów w Galerii Mokotów na rzecz Unibail-Rodamco. Do finalizacji transakcji potrzebna jest jeszcze zgoda banków finansujących Galerię. Wiadomość zgodna z naszymi oczekiwaniami. Przypominamy, że ostateczna umowa sprzedaży ma zostać zawarta w terminie 6 miesięcy od daty zawarcia umowy wstępnej. Oznacza to, że sprzedaż nastąpi najpóźniej w listopadzie tego roku.

### Finalizacja transakcji sprzedaży Galerii Mokotów

GTC zawarł z Unibail-Rodamco ostateczną umowę sprzedaży 50% udziałów w Galerii Mokotów. Całkowita wartość Galerii została ustalona na 475 mln EUR. Transakcja wygeneruje ok. 110 mln EUR wolnych przepływów pieniężnych dla GTC. Gotówka ze sprzedaży Galerii trafi do Spółki wcześniej niż się spodziewaliśmy. Zabezpieczy ona potrzeby kapitałowe GTC na kolejne kilka kwartałów. Kwartalne wydatki Spółki na realizację projektów inwestycyjnych szacujemy na 40-50 mln EUR. Większość tych potrzeb kapitałowych mogą zabezpieczać kredyty inwestycyjne.



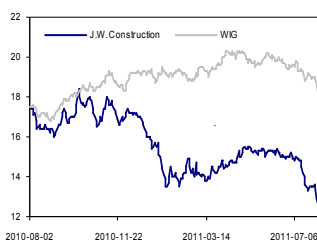
## J.W. Construction (Zawieszona)

Cena bieżąca: 12,48 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	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)	674,8
marża EBITDA	21,4%	25,0%		29,0%		38,6%		EV (cena bieżąca)	1 012,4
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	6,7	7,3		7,0		9,2		Zmiana ceny: 1m	-16,5%
P/CE	5,9	6,4		6,0		7,5		Zmiana ceny: 6m	-9,2%
P/BV	1,8	1,5		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	-27,0%
EV/EBITDA	8,2	6,3		6,6		9,6		Max (52 tyg.)	18,4
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	12,5



W wynikach Q2 powinien być widoczny efekt kurczącej się oferty dewelopera. Przekazywane obecnie mieszkania pochodzą z bieżącej sprzedaży, a ta w Q1 2011 była wyraźnie niższa niż w ostatnim kwartale 2010 r. (256 vs. 361 sprzedanych mieszkań). Z tego też powodu oczekujemy również słabego wyniku w Q3 2011. J.W. osiągnęło w Q1 2011 wysoką, ponad 30% marżę na przekazywanych mieszkaniach. Spodziewamy się utrzymania podobnego poziomu w całym 2011 r. Spadek sprzedaży w Q2 mógł częściowo wynikać z chęci utrzymania wysokich marż na sprzedawanych mieszkaniach i nieelastycznej polityki cenowej Spółki. Oprócz niższej sprzedaży, widzimy ryzyko dalszych opóźnień w rozpoczynaniu nowych projektów. Związane z dużą skalą inwestycji, których planowane rozpoczęcie skumulowane jest w 2012 r. Wkrótce pojawi się aktualizacja naszego raportu analitycznego dotyczącego sektora deweloperów mieszkaniowych, w związku z czym czasowo zawieszamy rekomendacje spółek z tego sektora.

### Sprzedaż 230 mieszkań brutto w Q2 2011

J.W. Construction udało się znaleźć w Q2 2011 nabywców na 230 lokali. Oznacza to, że w czerwcu deweloper sprzedał 68 lokali (maj: 90, kwiecień: 72). Wiceprezes spółki informuje, że niższa sprzedaż q/q (Q1 2011: 258) to wynik świadomej polityki spółki utrzymania godziwej marży. Wynik sprzedaży mieszkań za Q2 2011 oceniamy neutralnie / lekko negatywnie.



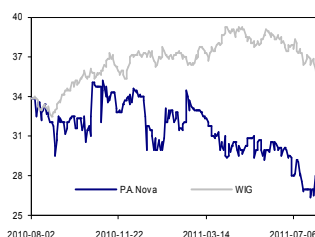
## P.A. Nova (Kupuj)

Cena bieżąca: 27,09 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)	270,6
marża EBITDA	15,5%	19,1%		17,5%		19,3%		EV (cena bieżąca)	397,1
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	11,6	13,4		15,4		15,2		Zmiana ceny: 1m	-3,3%
P/CE	10,5	12,1		13,4		13,2		Zmiana ceny: 6m	-13,8%
P/BV	1,3	1,1		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	-20,0%
EV/EBITDA	8,0	12,5		13,4		15,8		Max (52 tyg.)	35,2
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	26,3



Ostatni miesiąc nie przyniósł zmian w fundamentalnych czynnikach mogących wpłynąć na kurs P.A. Novej. Aktualne pozostają wszystkie kwestie świadczące o atrakcyjności Spółki na tle branży, czyli (1) względnie bliskie terminy realizacji inwestycji, (2) brak konkurencji ze strony innych deweloperów w najważniejszych projektach (Kędzierzyn Koźle i Jaworzno), (3) obecność w wysokomarżowym segmencie budownictwa (budowa obiektów handlowych), który będzie się rozwijał w przyszłości dzięki planom inwestycyjnym sieci handlowych, (4) bardzo niskie koszty ogólne prowadzenia działalności. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

### Tesco zapowiada miliardowe inwestycje

Tesco chce do końca roku finansowego 2011/2012 posiadać w Polsce 440 placówek. Spółka wyda w tym czasie ok. 1 mld PLN na inwestycje. Operator poszukuje nowych gruntów lub powierzchni handlowych do wynajęcia. W najbliższych latach chce kupić lub wynająć ponad 1000 nowych lokalizacji w ok. 600 miejscowościach. Tesco jest obecnie najważniejszym klientem P.A. Novej. Plany ekspansji tej sieci handlowej powinny się przełożyć na więcej kontraktów na budowę/renowację sklepów w przyszłości.



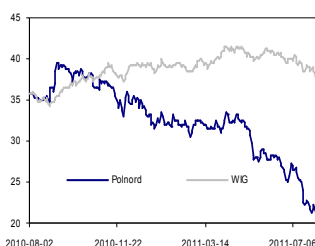
## Polnord (Zawieszona)

Analitik: Piotr Zybala

Data ostatniej aktualizacji: 2011-08-04

Cena bieżąca: 20,71 PLN    Cena docelowa: -

(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)	457,9
marża EBITDA	48,3%	28,0%		25,9%		35,6%		EV (cena bieżąca)	1 159,7
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	7,2	8,9		7,8		4,6		Zmiana ceny: 1m	-23,3%
P/CE	7,0	8,5		7,5		4,5		Zmiana ceny: 6m	-36,2%
P/BV	0,4	0,4		0,4		0,4		Zmiana ceny: 12m	-42,0%
EV/EBITDA	10,4	23,3		12,7		6,8		Max (52 tyg.)	39,4
Dyield (%)	4,2	4,2		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	20,7



Polnord jest obecnie jednym z najtańszych deweloperów mieszkaniowych. Pomimo uzyskania ponad 100 mln PLN gotówki ze sprzedaży wierzytelności pod drogi w Wilanowie, kurs akcji Spółki spadł od ostatniego przeglądu miesięcznego o 24% (najwięcej wśród analizowanych deweloperów mieszkaniowych). P/BV(2011) wynosi obecnie ok. 0,4, co może świadczyć o przekonaniu rynku o przewartościowaniu aktywów Polnordu. Wartość części nieruchomości w bilansie Spółki rzeczywiście jest przewartościowana, lecz znajdują się w nim również aktywa, których wartość godziwa jest wyższa niż raportowana w bilansie. Zapowiadana przez zarząd sprzedaż części niepracujących aktywów oraz dalsze działania zmierzające do uzyskania odszkodowań za grunty przekazane Miastu w Wilanowie doprowadzą według nas do poprawy rentowności aktywów Polnordu. W tym roku spodziewamy się sprzedaży zbędnych aktywów o wartości przynajmniej kilkudziesięciu mln PLN oraz kontynuację tego procesu w kolejnych latach. W przyszłym roku Spółka powinna też wykazać kolejne kilkadziesiąt mln PLN zysku z tytułu odszkodowań za drogi. Wkrótce pojawi się aktualizacja naszego raportu analitycznego dotyczącego sektora deweloperów mieszkaniowych, w związku z czym czasowo zawieszamy rekomendacje spółek z tego sektora.

### Decyzja o wypłacie dywidendy, 0,32 PLN / akcję, yield = 1,2%

WZA Polnordu zdecydowało o wypłacie 7,6 mln PLN w formie dywidendy. Wartość dywidendy to 0,32 PLN (stopa dywidendy: 1,2%). Dzień prawa do dywidendy to 22 lipca, a dzień wypłaty dywidendy to 8 sierpnia. Wiadomość neutralna, mała dywidenda.

### Umowa inwestycyjna na Wyspie Spichrzów opóźniona o 4 miesiące

Umowa inwestycyjna w sprawie realizacji inwestycji na Wyspie Spichrzów została odroczone o kolejne 4 miesiące. Prezes Polnordu deklaruje, że nie rezygnuje z inwestycji, ale pojawiły się nowe problemy natury technicznej. Spółka stara się wprowadzić zmiany do planowanego przedsięwzięcia, które uczynią je bardziej dochodowym. Wpływy z realizacji inwestycji na Wyspie powinny pojawić się w 2013 roku.



## Robyg (Zawieszona)

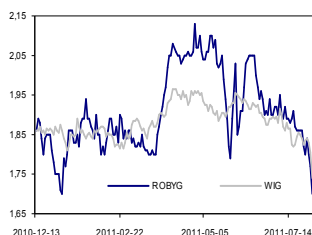
Cena bieżąca: 1,7 PLN

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	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)	437,6
marża EBITDA	8,6%	16,7%		21,6%		25,1%		EV (cena bieżąca)	763,7
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	59,2	13,8		12,2		4,4		Zmiana ceny: 1m	-11,5%
P/CE	52,9	13,5		11,9		4,3		Zmiana ceny: 6m	-5,6%
P/BV	1,4	0,8		1,1		0,9		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	109,5	16,6		15,1		4,4		Max (52 tyg.)	2,1
Dyield (%)	0,0	0,0		2,5		2,9		Min (52 tyg.)	1,7



Robyg zaprezentował w H1 najwyższy wzrost sprzedaży mieszkań wśród analizowanych deweloperów (sprzedaż w H1 zbliżona do sprzedaży całego 2010 r.). Wyższa sprzedaż nie była tylko zasługą zwiększenia oferty, lecz również wyjątkowo wysokiej efektywności sprzedaży w ostatnich dwóch kwartałach. Świadczy to o dobrym dopasowaniu oferty dewelopera do aktualnego zapotrzebowania na rynku. Dobrze oceniamy plany rozpoczęcia inwestycji w segmencie biurowym w Wilanowie. Obecnie w Warszawie popyt na biura wciąż przewyższa podaż, a Wilanów ma szansę stać się atrakcyjną alternatywą dla Mokotowa. W najbliższych wynikach finansowych zwracamy uwagę na słaby Q2 i Q3, co wynika z planowanych terminów zakończenia inwestycji. Na koniec Q1 2011 Robyg miał zaledwie ok. 100 mieszkań w ofercie w zakończonych inwestycjach. Zmieni się to dopiero w Q4, gdy 4 projekty zostaną ukończone. Wkrótce pojawi się aktualizacja naszego raportu analitycznego dotyczącego sektora deweloperów mieszkaniowych, w związku z czym czasowo zawieszamy rekomendacje spółek z tego sektora.

### W Q2 2011 Robyg sprzedał 242 lokale netto

Robyg poinformował o sprzedaży 242 lokali netto w Q2 2011. Wynik zbliżony do naszych oczekiwań (250 lokali). Rezultat Q1 2011 (sprzedane 292 lokale) był tak wysoki (efektywność sprzedaży >35%), że nie było możliwe jego powtórzenie. W całym 1 półroczu 2011 Robyg sprzedał 534 lokali. Cel całoroczny sprzedaży 1 tys. lokali jest nadal jak najbardziej realny.

### W negocjacji zakup gruntów pod 2400 mieszkań

Sprzedaż mieszkań w nowo zakupionym projekcie na Bemowie przewyższa oczekiwania spółki. Robyg negocjuje zakup gruntów łącznie na 2400 mieszkań. Umowy powinny zostać podpisane w Q3 2011. Za działki spółka zapłaci z własnych środków – Robyg ma zapas gotówki wynoszący nawet 180 mln PLN. Na ten rok będą to wszystkie zakupy. Gdyby pojawiły się okazje, spółka może wyemitować nową transzę obligacji lub akcji, choć to ostatnie, przy obecnej cenie akcji, jest mało realne. Do tej pory, od IPO, Robyg kupił projekt biurowy na Wilanowie i 2 działki na Bemowie. W ten sposób Robyg wydał nieco ponad połowę środków planowanych na zakup gruntów w IPO. Zakup gruntów pod 2400 mieszkań nawet przekraczałby plany z IPO. Ocena transakcji jest zależna od zapłaconej ceny i skali transakcji.

### Kontrakt Unibepu z Atlas Estates za 60,7 mln PLN

Unibep podpisał kontrakt ze spółką Atlas Estates Zielono na budowę budynku wielorodzinnego przy ul. Przasnyskiej w Warszawie. Wartość umowy to 60,7 mln PLN (7,8% prognozowanych przychodów Unibepu na rok 2011). Wiadomość pozytywna dla Unibepu. Dla Robyga oznacza to nową konkurencję na Żoliborzu (City Apartments).

## Handel

### AmRest

#### Plany ekspansji

W ciągu roku spółka uruchomi restauracje La Tagiatella na dwóch rynkach pozaeuropejskich: w Chinach i Indiach. Spółka nie zamierza na razie inwestować w centralną kuchnię na tych rynkach (m.in. na tym opiera się koncept La Tagiatella).

### EKO Holding

#### Nabycie Nivex

Eko-Holding podpisał umowy, na mocy których stanie się wyłącznym udziałowcem firmy Niwex, która prowadzi 18 supermarketów na terenie województwa podkarpackiego. Wartość transakcji wyniesie 15 mln PLN.

### Emperia

#### Chętni na zakup spółek detalicznych

Fundusz Mid Europa Partners, który ostatnio kupił sieć Żabka przyznaje, że może być zainteresowany aktywami detalicznymi Emperii. Zarząd Emperii twierdzi, że zainteresowanie zakupem części detalicznej spółki jest szczególnie duże jeśli chodzi o inwestorów finansowych. Emperia za spółki detaliczne chce uzyskać 900 mln PLN. Niewiążące oferty nabycia mają być składane do końca sierpnia 2011.

#### Zmiana warunków umowy inwestycyjnej

Ze względu na fakt, że: (i) nie ma zgody UOKiK na przejęcie spółek dystrybucyjnych, oraz (ii) podmiot obliczający korekty do wartości bazowej nie wydał raportu określającego wartość korekt. Do 11.07.2011 nie doszło do realizacji transakcji zbycia przez Emperię udziałów 13 775 446 akcji, oraz zapłatę pozostałej części wynagrodzenia w gotówce. Zgodnie z postanowieniami umowy od 15.07.2011 Eurocash zobowiązany będzie nabyć, a Emperia zbyć udziały za gotówkę. Eurocash zaproponował Emperii, aby nabycie udziałów nastąpiło zgodnie z pierwotną strukturą transakcji tj. w zamian za 21 262 820 akcji oraz w gotówce. Wiadomość neutralna dla Eurocash, lekko pozytywna dla Emperii. Przy założeniu wartości bazowej na ustalonym poziomie 926 mln PLN (w rzeczywistości będzie to wielokrotność EBITDA spółek dystrybucyjnych za 2010) i rynkowej wycenie akcji Eurocash (30 PLN), Emperia dostanie w akcjach i gotówce 18% więcej niż dostałaby w samej gotówce i 6% więcej niż wg ostatnich ustaleń. Nie ma jeszcze zgody UOKiK na przejęcie oraz nie ma ostatecznej ceny za spółki dystrybucyjne, ponieważ nie znamy korekt do wartości bazowej, które miały być podane przez audytora.

#### Skup akcji

Spółka w ramach skupu nabyła 17 246 akcji po cenie jednostkowej wynoszącej 105,80 PLN. Od rozpoczęcia programu skupu spółka nabyła 210 979 akcji, w sumie wydała na to 21,4 mln PLN. Rada Nadzorcza wyraziła zgodę na rozpoczęcie pierwszego procesu nabywania akcji własnych w celu umorzenia, których wartość nominalna nie przekracza 10% kapitału zakładowego i kwoty 25 mln PLN.

#### Wypowiedź Prezesa UOKiK

Prezes UOKiK zapowiedziała, że wydanie decyzji dotyczącej połączenia Tradisu z Eurocashem jest kwestią kilku tygodni, niewykluczone, że zapadnie ona w sierpniu.

#### Wybór doradców do sprzedaży części detalicznej

Emperia wybrała doradców w procesie wyboru inwestora dla segmentu detalicznego. Doradca komercyjny: Roland Berger Strategy Consultants, doradca inwestycyjny: KPMG Advisory, prawni: kancelaria Dewey & LeBoeuf. Zgodnie z harmonogramem złożenie niewiążących ofert nabycia spółek detalicznych z szacunkową wyceną miałyby się odbyć do końca sierpnia 2011. Pod koniec października 2011 potencjalni nabywcy mieliby złożyć wiążące oferty kupna. Zamknięcie transakcji zaplanowano na koniec marca 2012.

### Intersport

#### Zmiana prognozy

Nowa prognoza: przychody 215 mln PLN, zysk brutto 0,6-2,0 mln PLN, EBITDA 10,3 mln PLN. Poprzednia prognoza: przychody 222 mln PLN, zysk brutto 1,6-3,0 mln PLN, EBITDA 11,3 mln PLN. Głównym czynnikiem zmiany prognozy była mniejsza od zakładanej liczba klientów w salonach.

**Sprzedaż za lipiec**

Przychody ze sprzedaży w lipcu 2011 wyniosły 16,9 mln PLN i były niższe o 5,3% r/r. Narastająco w okresie od stycznia do lipca wartość przychodów ze sprzedaży wyniosła 115,0 mln PLN.

**Redan****Wyniki sprzedaży za 1H 2011**

Skonsolidowane przychody zrealizowane w 1H 2011 wyniosły 170,1 mln PLN i były wyższe o 20% r/r. Sieć dyskontowa Textilmarket odnotowała wzrost sprzedaży o 15% - wyniosła ona 86,1 mln PLN. Na rynku modowym sprzedaż wzrosła o 26% osiągając wartość 84,0 mln PLN. LFL w dyskontach i na rynku modowym wyniosły odpowiednio 0% i 14%. Marża handlowa grupy wzrosła o 23% r/r i wyniosła 77,5 mln PLN. Grupa odnotowała wzrost wolumenu marży na rynku dyskontowym, i modowym - odpowiednio o 16% i 31%.



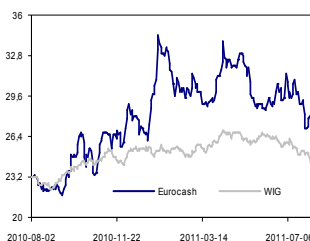
## Eurocash (Kupuj)

Cena bieżąca: 27,4 PLN      Cena docelowa: 37,03 PLN

Analitik: Gabriela Borowska

Data ostatniej aktualizacji: 2011-02-04

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	6 698,3	7 791,8	16,3%	13 895,0	78,3%	15 455,3	11,2%	Liczba akcji (mln)	147,6
EBITDA	194,5	230,7	18,6%	411,0	78,2%	521,5	26,9%	MC (cena bieżąca)	4 044,8
marża EBITDA	2,9%	3,0%		3,0%		3,4%		EV (cena bieżąca)	4 536,8
EBIT	145,2	170,4	17,4%	319,6	87,5%	422,4	32,2%	Free float	48,5%
Zysk netto	102,5	128,4	25,3%	202,0	57,2%	287,8	42,5%		
P/E	36,0	29,1		20,0		15,1		Zmiana ceny: 1m	-9,9%
P/CE	24,3	19,8		13,8		11,2		Zmiana ceny: 6m	-10,3%
P/BV	10,1	8,2		3,7		3,4		Zmiana ceny: 12m	18,1%
EV/EBITDA	18,2	16,8		11,0		8,7		Max (52 tyg.)	34,4
Dyield (%)	1,1	1,4		1,7		2,4		Min (52 tyg.)	21,8



Eurocash w dalszym ciągu nie ma decyzji UOKiK w sprawie koncentracji. W ostatniej wypowiedzi na ten temat Prezes UOKiK zapowiedziała, że decyzja możliwa jest w sierpniu. Do tej pory nie jest również znana ostateczna cena zakupu spółek dystrybucyjnych od Emperii, ponieważ ostateczna cena miała być ustalona przez audytora (cena miała być wartością bazową skorygowaną i wartość tych korekt nie jest znana). Na dzień dzisiejszy spółki obowiązują rozliczenie gotówkowe za zakup Tradis jednak Eurocash zaproponował Emperii płatność w akcjach i w gotówce. Spodziewamy się dobrych wyników za 2Q 2011 jednak to kwestia przejęcia i decyzji UOKiK będzie najistotniejsza dla wyceny spółki w najbliższych tygodniach. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

### Transakcje na akcjach

Eurocash sprzedał 77 693 akcji za cenę 14,36 PLN za akcję 10 osobom fizycznym ze ścisłego kierownictwa, w związku z zakończeniem skupu akcji własnych i rezygnacją z programu motywacyjnego.

Członkowie Zarządu kupili 49 693 akcji po 14,36 PLN poza rynkiem regulowanym, w ramach transakcji sprzedaży akcji własnych przez spółkę w związku z zakończeniem skupu akcji własnych i rezygnacją z programu motywacyjnego.

### Zmiana warunków umowy inwestycyjnej

Ze względu na fakt, że: (i) nie ma zgody UOKiK na przejęcie spółek dystrybucyjnych, oraz (ii) podmiot obliczający korekty do wartości bazowej nie wydał raportu określającego wartość korekt. Do 11.07.2011 nie doszło do realizacji transakcji zbycia przez Emperię udziałów 13 775 446 akcji, oraz zapłatę pozostałej części wynagrodzenia w gotówce. Zgodnie z postanowieniami umowy od 15.07.2011 Eurocash zobowiązany będzie nabyć, a Emperia zbyć udziały za gotówkę. Eurocash zaproponował Emperii, aby nabycie udziałów nastąpiło zgodnie z pierwotną strukturą transakcji tj. w zamian za 21 262 820 akcji oraz w gotówce. Wiadomość neutralna dla Eurocash, lekko pozytywna dla Emperii. Przy założeniu wartości bazowej na ustalonym poziomie 926 mln PLN (w rzeczywistości będzie to wielokrotność EBITDA spółek dystrybucyjnych za 2010) i rynkowej wycenie akcji Eurocash (30 PLN), Emperia dostanie w akcjach i gotówce 18% więcej niż dostałaby w samej gotówce i 6% więcej niż wg ostatnich ustaleń. Nie ma jeszcze zgody UOKiK na przejęcie oraz nie ma ostatecznej ceny za spółki dystrybucyjne, ponieważ nie znamy korekt do wartości bazowej, które miały być podane przez audytora.

### Wypowiedź Prezesa UOKiK

Prezes UOKiK zapowiedziała, że wydanie decyzji dotyczącej połączenia Tradisu z Eurocashem jest kwestią kilku tygodni, niewykluczone, że zapadnie ona w sierpniu.



## LPP (Akumuluj)

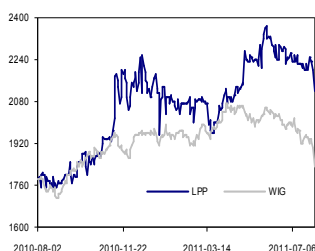
Cena bieżąca: 2120 PLN

Cena docelowa: 2300 PLN

Analityk: Gabriela Borowska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-03

(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)	3 710,6
marża EBITDA	13,8%	14,2%		16,6%		16,3%		EV (cena bieżąca)	3 860,6
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	35,0	26,7		17,1		14,4		Zmiana ceny: 1m	-6,2%
P/CE	18,2	15,9		11,5		10,1		Zmiana ceny: 6m	2,4%
P/BV	5,3	5,0		4,9		4,4		Zmiana ceny: 12m	17,5%
EV/EBITDA	14,0	13,3		9,7		8,5		Max (52 tyg.)	2 371,0
Dywidenda (%)	0,0	2,3		3,4		4,7		Min (52 tyg.)	1 750,0



LPP jest obecnie najlepszą spółką z branży detalicznej z GPW. Co miesiąc raportowane są dobre wyniki sprzedaży w połączeniu z coraz lepszą raportowaną marżą brutto na sprzedaży. Obecnie dynamiki sprzedaży wyhamowują i w 2H 2011 nie będą już takie wysokie jak w 1H 2011 ze względu na brak efektu niskiej bazy, który dotyczył głównie 2Q 2011. Dynamiki przychodów wyhamowują również ze względu na przeprowadzanie w mniejszym stopniu wyprzedaży, co również poprawia osiąganą marżę brutto na sprzedaży. Dodatkowo wprowadzona w lipcu optymalizacja podatkowa powinna podwyższyć wynik za 2011 o kilka mln PLN oraz prognozy rynkowe na przyszły rok o około 13-18 mln PLN. Spodziewamy się również bardzo dobrych wyników za 1H 2010. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

### Dane za lipiec

Przychody ze sprzedaży osiągnięte w lipcu wyniosły około 226 mln PLN i były wyższe r/r o 18%. Szacunkowa wartość marży brutto na sprzedaży wyniosła 47% i była wyższa o ok. 7 punktów procentowych od zrealizowanej w lipcu roku poprzedniego. Wartość przychodów ze sprzedaży w okresie styczeń - lipiec 2011 wyniosła ok. 1.306 mln PLN (wzrost o 19% r/r). Wiadomość pozytywna, spółka osiągnęła dodatnie LFL przy wysokiej marży. Uspokojenie dynamiki sprzedaży r/r w porównaniu do miesięcy z 1H 2011 i wysoka marża wynika głównie z przeprowadzanych mniejszych wyprzedaży towarów niż w roku poprzednim.

### Optymalizacja podatkowa

LPP przeniosła na rzecz Gothlas Ltd (Cypr) znaki towarowe Reserved i Cropp, które Gothlas Ltd przeniosła na spółkę Jaradi (Zjednoczone Emiraty Arabskie). Wartość rynkowa znaków towarowych została wyceniona na 556 mln PLN. Szacowana wartość opłat licencyjnych płaconych przez LPP za prawo do korzystania ze znaków w okresie pięciu lat wyniesie około 500 mln PLN. Opłata licencyjna za znaki towarowe będzie dla LPP kosztem podatkowym, co oznacza, że spółka od 2011 (za pozostałe miesiące) i od 2012 (pełny rok) będzie miała niższą efektywną stopę podatkową.

### Konwersja obligacji zamiennych

W wyniku otrzymanych dyspozycji konwersji 16 169 obligacji zamiennych serii A zostanie zamienionych na 16 169 akcji serii K. Cena emisyjna akcji serii K wynosi 1 600 PLN, cena nominalna akcji wynosi 2 PLN. Liczba obligacji zamiennych serii A, które nie zostaną zamienione na akcje serii K to 53 389.



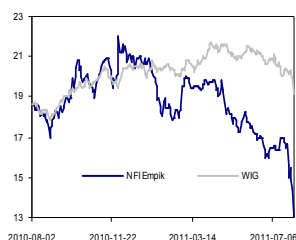
## NFI EMF (Trzymaj)

Cena bieżąca: 13,01 PLN    Cena docelowa: 19 PLN

Analityk: 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)	1 353,5
marża EBITDA	7,4%	8,5%		8,1%		8,6%		EV (cena bieżąca)	1 856,3
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	16,7	18,1		15,5		12,4		Zmiana ceny: 1m	-21,2%
P/CE	6,7	7,5		6,8		5,8		Zmiana ceny: 6m	-29,6%
P/BV	2,7	2,8		2,4		2,0		Zmiana ceny: 12m	-29,0%
EV/EBITDA	7,7	6,9		7,0		5,8		Max (52 tyg.)	22,0
Dywid (%)	0,0	0,1		1,5		0,0		Min (52 tyg.)	13,0



Naszym zdaniem NFI EMF nie zachwyci wynikami za 1H 2011, które będą gorsze od branży. Sprzedaż jest wspierana przez sezonowość i przesunięcie świąt wielkanocnych na 2Q i spodziewamy się dodatnich LFL w segmencie Empik, Smyk oraz w szkołach językowych. Pozostała sprzedaż, czyli segment mody i urody powinien naszym zdaniem podobnie jak w 1Q 2011 pokazać negatywne dynamiki LFL. Tyczy się to głównie rynku rosyjskiego, gdzie na negatywne LFL wpłynęło podniesienie cen detalicznych w sklepach marek popularnych, w tym w marce Peacocks, która odpowiada za ok. 40% obrotu w Rosji. W rezultacie dobrego kwartału w segmentach Empik, Smyk i Szkoły Językowe oraz słabego dla segmentu moda i uroda (w tym głównie segmentu odzieżowego w Rosji) spodziewamy się na poziomie operacyjnym wyników słabszych r/r o -36,1% i na poziomie wyniku netto zbliżonych r/r (zmiana -6,1% r/r). W NFI EMF sezonowość wyników jest bardziej widoczna niż w pozostałych spółkach z branży i kluczowy będzie dla spółki 4Q 2011. Ze względu na spodziewane słabsze od branży wyniki 2Q 2010 podtrzymujemy rekomendację trzymaj.



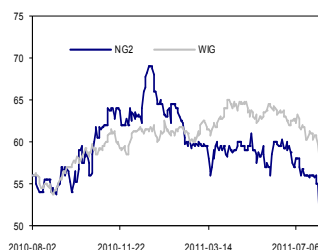
## NG2 (Kupuj)

Cena bieżąca: 49,96 PLN    Cena docelowa: 66 PLN

Analitik: 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)	1 918,5
marża EBITDA	13,7%	14,7%		18,1%		18,6%		EV (cena bieżąca)	1 942,8
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	22,9	16,3		13,3		11,1		Zmiana ceny: 1m	-13,9%
P/CE	18,8	13,7		11,4		9,5		Zmiana ceny: 6m	-20,1%
P/BV	5,6	4,5		3,8		3,3		Zmiana ceny: 12m	-9,2%
EV/EBITDA	15,6	13,1		9,1		7,5		Max (52 tyg.)	68,9
Dywidenda (%)	2,0	2,0		3,0		4,9		Min (52 tyg.)	50,0



NG2 ma za sobą trudną połowę roku. W 1Q 2011 sprzedaż rozczarowała i spółka zakończyła kwartał stratą netto. 2Q 2011 był już udany pod względem sprzedaży i szacujemy, że również pod względem rentowności. Po ostatnio opublikowanych słabych danych za lipiec trudno odnosić się do całego kolejnego kwartału, jednak niesprzyjające warunki pogodowe już wpłynęły na niską sprzedaż w lipcu i na to, że spółka zamiast zakończyć ten miesiąc z wynikiem powyżej zera, to osiągnęła kilka milionów straty. Naszym zdaniem wykonanie szacowanych przez nas 144 mln PLN zysku netto za 2011 zależy od najważniejszych miesięcy 3Q i 4Q czyli okresu wrzesień-listopad, duże znaczenie ma tu podwyższenie cen detalicznych na kolekcję jesień zima oraz skala wyprzedaży sezonowych. Ze względu na znaczną korektę w ostatnich dniach spółka jest obecnie wyceniana z dyskontem do branży, zmieniamy rekomendację na kupuj.

### Dane za lipiec

Przychody ze sprzedaży za lipiec wyniosły 67,0 mln PLN i były wyższe r/r o 0,3%. Przychody za okres styczeń – lipiec wyniosły 551,2 mln PLN i były wyższe r/r o 8,7%. Przychody ze sprzedaży detalicznej za lipiec wyniosły 62,5 mln PLN i były wyższe r/r o 0,8%, narastająco wyniosły 496,5 mln PLN i były wyższe o 9,5% r/r. Dane są poniżej naszych oczekiwań. Płaska sprzedaż przy powierzchni wyższej r/r o ponad 10% oznacza ujemne LFL (liczba odwiedzających w sklepach spadła o około -2% r/r, sprzedaż o -8% r/r, LFL około -10% r/r). Lipiec był słabym miesiącem do sprzedaży obuwi pod względem pogody, do tego dochodzi brak towaru jesiennego na sklepach (różnica pomiędzy odzieżowym LPP i NG2), około 90% zapasu na sklepach w tej chwili to kolekcja letnia.



## Vistula (Trzymaj)

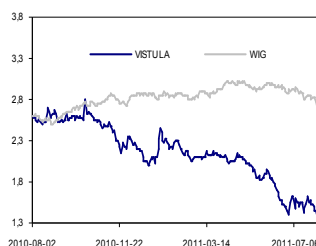
Cena bieżąca: 1,36 PLN

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)	151,7
marża EBITDA	14,2%	11,1%		12,3%		13,5%		EV (cena bieżąca)	377,1
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	9,0	89,2		14,7		7,2		Zmiana ceny: 1m	-13,4%
P/CE	4,4	8,6		5,9		4,1		Zmiana ceny: 6m	-39,6%
P/BV	0,6	0,5		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-46,9%
EV/EBITDA	6,5	9,7		7,6		6,0		Max (52 tyg.)	2,8
Dyyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	1,4



Problemem w Vistuli jest naszym zdaniem brak decyzji o emisji (decyzja ma zostać podjęta we wrześniu 2011) i konieczność zrolowania długu, którego spłata przypada na 4Q 2011 (50 mln PLN obligacji) i na 1Q 2012 (prawie 60 mln PLN kredytu). Jeśli chodzi o wyniki za 1H 2010, to szacujemy, że Vistula będzie miała bardzo dobre wyniki sprzedażowe w segmencie odzieżowym, w którym spodziewamy się 13% dynamiki r/r (Vistula, Wólczanka, Deni Cler i sprzedaż pozostała) wobec zbliżonej r/r powierzchni sprzedaży (szacujemy wzrost powierzchni segmentu odzieżowego na 1%). Spodziewamy się również zbliżonej r/r rentowności brutto na sprzedaży w tym segmencie. Gorzej naszym zdaniem sytuacja wygląda w segmencie jubilerskim i tu dopatrujemy się kilku czynników wpływających negatywnie na wyniki segmentu: (i) wysokie ceny złota, które nie do końca da się przełożyć na ostatecznego klienta, przez co spółka realizuje niższą marżę brutto na sprzedaży, (ii) słaba sprzedaż na m2, która jest wynikiem ceny złota i niskiego popytu na dobra luksusowe oraz (iii) słabe zatowarowanie salonów sprzedaży W. Kruk, przez co również sprzedaż na średni m2 jest niższa. Spodziewamy się zerowego wzrostu LFL w salonach W. Kruk oraz niższej r/r marży brutto na sprzedaży. Ze względu na nierozwiązaną kwestię finansowania działalności spółki, w tym ryzyko podaży akcji nowej emisji podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

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

**Departament Analiz:**

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.kliszczyk@dibre.com.pl](mailto:kamil.kliszczyk@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  
[micchal.jakubowski@dibre.com.pl](mailto:micchal.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  
[micchal.stepkowski@dibre.com.pl](mailto:micchal.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  
[micchal.rozmiej@dibre.com.pl](mailto:micchal.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:

### AB

rekomendacja	Akumuluj
data wydania	2011-01-18
kurs z dnia rekomendacji	25,42
WIG w dniu rekomendacji	47457,37

### Action

rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2010-11-05	2011-01-18
kurs z dnia rekomendacji	18,40	16,65
WIG w dniu rekomendacji	47066,40	47457,37

### Budimex

rekomendacja	Redukuj	Trzymaj	Redukuj	Trzymaj
data wydania	2011-01-17	2011-03-28	2011-05-06	2011-05-20
kurs z dnia rekomendacji	103,20	98,80	106,80	100,00
WIG w dniu rekomendacji	47258,66	48626,25	49266,97	48747,55

### Dom Development

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Akumuluj
data wydania	2010-12-03	2011-01-07	2011-07-05
kurs z dnia rekomendacji	38,52	41,49	47,89
WIG w dniu rekomendacji	46481,15	47075,74	48481,82

### Elektrobudowa

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2010-12-03	2011-02-08	2011-03-03	2011-07-20
kurs z dnia rekomendacji	161,00	168,40	158,00	155,50
WIG w dniu rekomendacji	46481,15	47933,80	47326,35	46651,79

### J.W. Construction

rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2011-01-07	2011-01-18	2011-05-06
kurs z dnia rekomendacji	15,50	14,50	15,45
WIG w dniu rekomendacji	47075,74	47457,37	49266,97

### Kernel

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2010-11-05	2010-12-07	2011-01-18	2011-02-28
kurs z dnia rekomendacji	61,55	67,00	78,80	79,25
WIG w dniu rekomendacji	47066,40	47348,16	47457,37	46874,11

### Mondi

rekomendacja	Trzymaj	Zawieszona	Akumuluj	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2011-01-18	2011-03-03	2011-03-31	2011-06-03	2011-07-05
kurs z dnia rekomendacji	77,80	81,85	80,45	87,85	80,50
WIG w dniu rekomendacji	47457,37	47326,35	48605,66	49824,93	48481,82

**Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Spółek, dla których dokonano zmiany zaleceń inwestycyjnych w Przeglądzie Miesięcznym:****NG2**

<b>rekomendacja</b>	Trzymaj	Akumuluj	Akumuluj
<b>data wydania</b>	2010-12-03	2011-02-23	2011-06-10
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	62,50	59,55	59,80
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	46481,15	46548,27	49378,82

**PKN Orlen**

<b>rekomendacja</b>	Redukuj	Sprzedaj
<b>data wydania</b>	2010-12-03	2011-03-16
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	46,49	50,00
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	46481,15	47440,32

**PoInord**

<b>rekomendacja</b>	Kupuj
<b>data wydania</b>	2011-01-07
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	32,20
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	47075,74

**Robyg**

<b>rekomendacja</b>	Kupuj
<b>data wydania</b>	2011-01-07
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	1,86
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	47075,74

**Ulma CP**

<b>rekomendacja</b>	Trzymaj	Akumuluj	Trzymaj	Akumuluj
<b>data wydania</b>	2010-11-05	2011-02-04	2011-03-03	2011-06-09
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	83,80	78,00	83,20	83,00
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	47066,40	47559,15	47326,35	49555,71

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

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

**EBIT** - Zysk operacyjny

**EBITDA** - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

**BOOK VALUE** - wartość księgowa

**WNDB** - wynik na działalności bankowej

**P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją

**MC/S** - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

**EBIT/EV** - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

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

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

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

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

**Marża EBITDA** - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

**Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.**

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

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

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

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

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

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco BS, Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, KRUK, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondy, 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, Mondy, Neuca, PA Nova, Pekao, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, Robyg, TP SA, TVN, Unibep, Warfama, ZUE.

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

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

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

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

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

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

**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.*