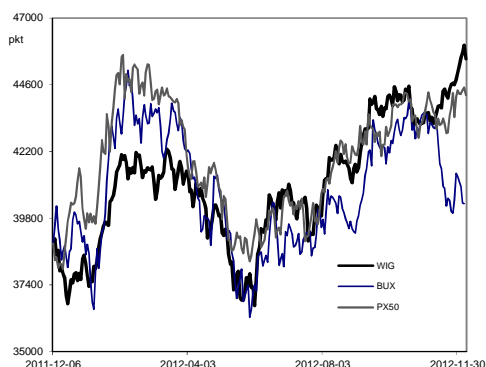




Rynek akcji Makroekonomia

WIG	45 538
Średnie P/E 2012	10,4
Średnie P/E 2013	12,7
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	724 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

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

Rynek akcji w 2013 r.

Od czerwca, kiedy zalecaliśmy zwiększenie alokacji w akcje WIG20 wzrost o 7,7% a WIG o 11,6%. Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do rynku akcji również na rok 2013, w którym mimo wyraźnego spowolnienia w polskiej gospodarce, WIG20 powinien osiągnąć poziom 2750-2800 punktów.

Wzrost cen akcji bo:

i) ECB czuwa nad stabilnością Strefy Euro, wracają pieniądze prywatne na rynek długu rządowego, najpóźniej w drugim półroczu Niemcy wejdą fazę ożywienia związaną ze wzrostem zamówień eksportowych i początkiem cyklu inwestycyjnego; ii) FED zwiększy QE3 a politycy dojdą do porozumienia ws. *fiscal cliff*, co wywoła poprawę ISM i po okresie dostosowawczym ponowne wejście gospodarki w okres ożywienia, gospodarka amerykańska znajduje się w cyklicznym wzroście; iii) pozostałe główne banki centralne (Japonia, Chiny, WB) również zwiększą płynność, pozytywny wpływ na ceny surowców – ale nie powinna drożeć ropa (nadpodaż); iv) na bazie historycznych poziomów polskie akcje wyceniane są z dyskontem w stosunku do GEM oraz akcji tureckich, które w 2012 były liderem wzrostów w regionie, w 2013 zmiana lidera?; v) spadek rentowności polskich obligacji skarbowych (10Y – 4%) obniża stopę wolną od ryzyka w modelach wyceny DCF i pozytywnie wpływa na ceny docelowe wyznaczane przez analityków; vi) oczekiwane dalsze obniżki stóp procentowych w Polsce (100 p.b.) powinny prowadzić do zmniejszenia oprocentowania depozytów i lokat w bankach, co daje szansę na realokację oszczędności z funduszy dłużnych do akcyjnych oraz napływ nowych środków do TFI, OFE utrzymują blisko 8% aktywów w depozytach, 34% w akcjach - będą mogły 47,5% w 2013; vii) spośród analizowanych przez nas 63 spółek, 17 wypłaci dywidendy dające wyższy DY niż obecne oprocentowanie lokat w bankach; viii) rok 2013 powinien ożywić procesy M&A, co oznacza więcej wezwań na akcje; ix) recesja w I półroczu wymusi na spółkach restrukturyzację, co przy poprawie koniunktury w kolejnych kwartałach pozwoli na wzrost zysków w 2014 roku - niedoszacowywanych dziś przez analityków; x) wzrost akceptowanych przez inwestorów wskaźników wyceny.

Zalecamy przeważenie spółek wydobywczych, banków, rafinerii, dystrybutorów IT i **unikanie spółek** z sektora wytwarzania energii i deweloperów mieszkaniowych. W trakcie roku zalecamy stopniowe zwiększenie alokacji w spółki przemysłowe, wykorzystując słabe wyniki za 1 i 2Q. **Nasze kluczowe rekomendacje to:** KGHM, JSW, PKO BP, Millenium, Getin, PKN Orlen, Ciech, Echo Investment.

Główne ryzyka dla naszego scenariusza na 2013:

i) demokraci i republikanie nie dojdą do porozumienia ws. *fiscal cliff* – gospodarka amerykańska wchodzi w recesję; ii) powrót kryzysu zadłużeniowego w Strefie, wyjście Grecji, głęboka recesja w Niemczech i Francji, nasze prognozy wzrostu PKB na poziomie 0,5% zbyt optymistyczne; iii) istotnie większy spadek zysków niż zakładamy (dla analizowanych spółek -13% r/r); iv) Polska wynegocjuje istotnie niższy budżet z UE na lata 2014-20 niż deklaruje Rząd (70-75 mld EUR), słabsze dynamiki wzrostu po 2014; v) czynniki geopolityczne (eskalacja konfliktu w Zatoce Perskiej).

Co może pozytywnie zaskoczyć w 2013:

i) konsensus ma rację i dynamika wzrostu PKB Polski spowolni tylko do 1,5%; ii) Chiny już w marcu/kwietniu przedstawią agresywny program stymulowania gospodarki; iii) odwiarty potwierdzą opłacalność eksploatacji gazu łupkowego.

Spis treści

1. Rynek akcji	4
2. Aktualne rekomendacje DI BRE	26
3. Statystyki rekomendacji	27
4. Sektor finansowy	29
4.1. BZ WBK	30
4.2. Getin Noble Bank	31
4.3. Handlowy	32
4.4. ING BSK	33
4.5. Kredyt Bank	34
4.6. Millennium	35
4.7. Pekao	36
4.8. PKO BP	37
4.9. PZU	38
4.10. Kruk	39
5. Chemia	40
5.1. Ciech	41
5.2. Police	42
5.3. ZA Puławy	43
6. Paliwa	44
6.1. Lotos	45
6.2. MOL	46
6.3. PGNiG	47
6.4. PKN Orlen	48
7. Energetyka	49
7.1. CEZ	50
7.2. Enea	51
7.3. PGE	52
7.4. Tauron	53
8. Telekomunikacja	54
8.1. Netia	55
8.2. TP SA	56
9. Media	57
9.1. Agora	58
9.2. Cinema City	59
9.3. Cyfrowy Polsat	60
9.4. TVN	61
10. IT	62
10.1. AB	63
10.2. Action	64
10.3. ASBIS	65
10.4. Asseco Poland	66
10.5. ComArch	67
10.6. Sygnity	68
11. Górnictwo i metale	69
11.1. JSW	70
11.2. KGHM	71
11.3. LW Bogdanka	72
12. Przemysł	73
12.1. Alchemia	75
12.2. Astarta	76
12.3. Boryszew	77
12.4. Famur	78
12.5. Impexmetal	79
12.6. Kernel	80
12.7. Kęty	81
12.8. Kopex	82
12.9. Rovese	83
13. Budownictwo	84
13.1. Budimex	85
13.2. Elektrobudowa	86
13.3. Erbud	87
13.4. Mostostal Warszawa	88
13.5. Rafako	89
13.6. Ulma Construcccion Polska	90
13.7. Unibep	91
13.8. ZUE	92



14. Deweloperzy	93
14.1. BBI Development	94
14.2. Dom Development	95
14.3. Echo Investment	96
14.4. GTC.....	97
14.5. J.W. Construction	98
14.6. P.A. Nova	99
14.7. Polnord.....	100
14.8. Robyg.....	101

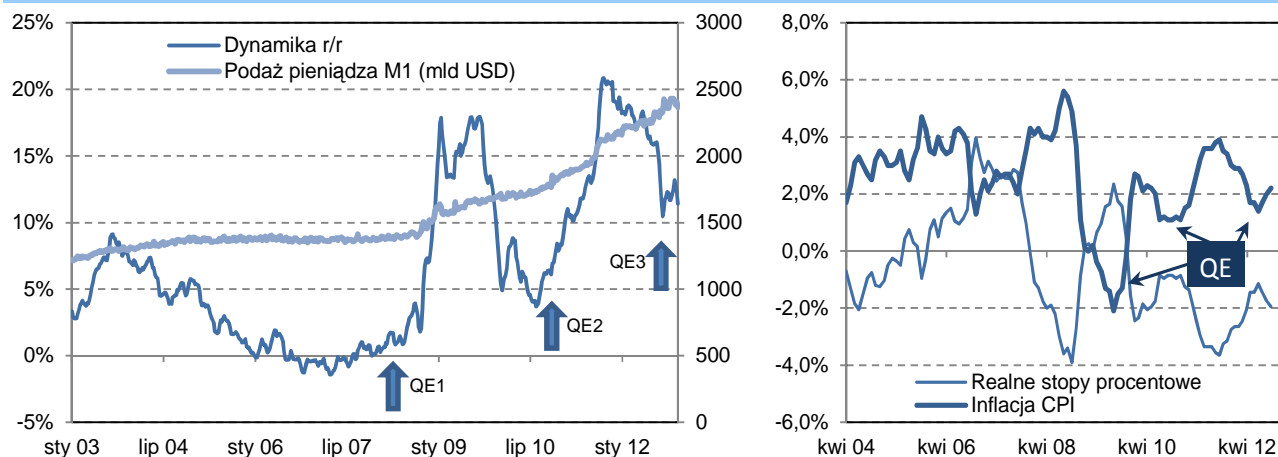
USA – pozytywne momentum makro poprawia sentyment do rynku akcji w skali globalnej

- Gospodarka amerykańska znajduje się w fazie cyklicznego wzrostu, obecnie spowolnionego skutkami huraganu Sandy, a przede wszystkim niepewnością co do skali przyszłorocznego *fiscal cliff* (dotyczy to segmentu przedsiębiorstw, czego przejawem jest m.in. spadek ISM).
- Wyraźne ożywienie utrzymuje się w sektorze nieruchomości; gospodarstwa domowe nadal delewarują się, co jednak nie przeszkadza rosnąć konsumpcji; poprawia się sytuacja na rynku pracy.
- Na straży ożywienia stoi FED. Jeszcze w grudniu br. (posiedzenie 11/12) FOMOC zdecyduje o rozszerzeniu QE3 (zastąpienie Operation Twist), co częściowo pozwoli na złagodzenie zacieśnienia fiskalnego.
- Do końca stycznia zostanie zawarte porozumienie ws. *fiscal cliff*, co spowoduje m.in. wzrost wskaźników wyprzedzających (ISM); twarde dane makro w 1Q mogą rozczarować.
- W 2013 roku gospodarka amerykańska wzrośnie o 2% a w roku kolejnym o 2,8%.

Gospodarka amerykańska znajduje się w fazie umiarkowanego wzrostu aktywności, co przejawia się nieznacznym wzrostem konsumpcji, ożywieniem na rynku nieruchomości (rosnąca liczba nowych budów i sprzedaż domów, rosnące ceny), stabilizacją na rynku pracy z niewielką presją na wzrost wynagrodzeń, przedsiębiorstwa mają płynne bilanse. Analiza poszczególnych danych makro wskazuje, że ożywienie ma charakter cykliczny (długotrwały). Gospodarce również pomagają ożywienie w branży energetycznej związane z tanimi źródłami energii (gaz, rosnące wydobycie ropy).

Czynnikiem, który w krótkim okresie wywoła pogorszenie danych będzie wprowadzenie zacieśnienia fiskalnego (*fiscal cliff*), jednak nie wybije to gospodarki z trendu wzrostowego. Zacieśnienie nie powinno przekroczyć 1,5% PKB (w pozytywnym scenariuszu 1%) a wraz z dodatkowymi działaniami stymulacyjnymi ze strony FEDu (rozszerzenie QE3) ograniczyć się do wpływu jedynie na dane 1-2Q. Już na posiedzeniu grudniowym FOMC podejmie decyzję o rozszerzeniu programu skupu obligacji (MBS), co pozwoli na zastąpienie wygasającego programu *operation twist*. Wydaje się, że gospodarka i rynki finansowe podążają w kierunku oczekiwanym przez FED. Dalsza ekspansja bazy monetarnej powinna wywoływać kontrolowaną inflację, co ułatwia delewarowanie się gospodarki. Zakładamy, że pod naporem opinii publicznej ostatecznie republikanie i demokraci dojdą do porozumienia korzystnego dla obrazu gospodarki również w krótkim okresie. Czynnikiem ryzyka pozostaje termin grudniowy, proces negocjacji może przedłużyć się do stycznia, co w krótkim okresie może wywoływać silne wahania rynków finansowych.

Podaż pieniądza M1 w USA i dynamika r/r (LS) i inflacja CPI na tle realnych stóp procentowych (PS)

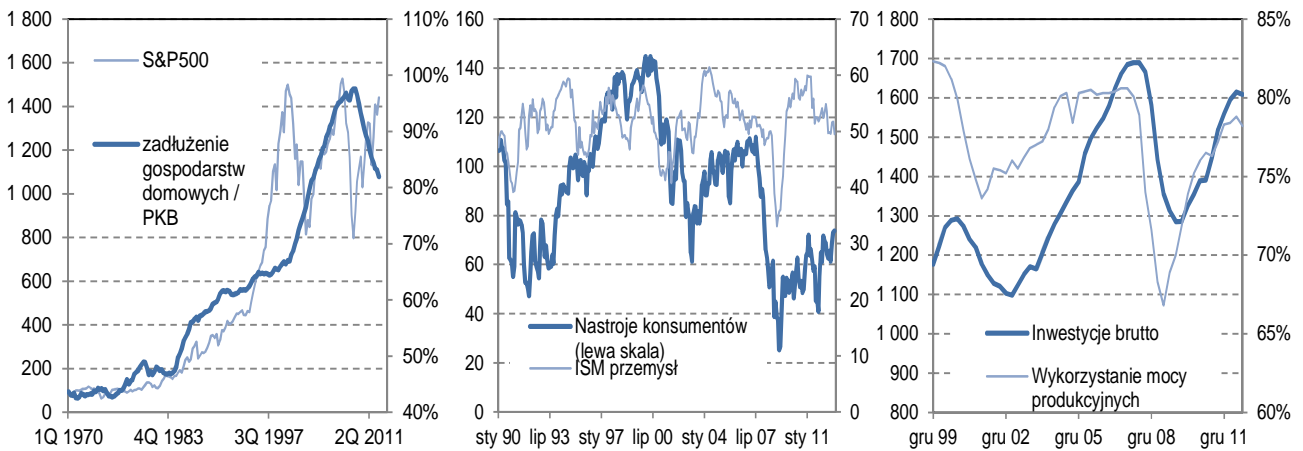


Źródło: Bloomberg

Na obecną chwilę skala „rażenia” ze strony *fiscal cliff* pozostaje głównym czynnikiem niepewności, wpływającym zarówno na rynki finansowe jak również na bieżące dane makro. Wymiernym efektem braku jasnej polityki podatkowej w przyszłym roku jest m.in. spowolniony proces inwestycyjny w przedsiębiorstwach, co widać m.in. po danych dotyczących popytu na dobra trwałe (dynamika poniżej +2% r/r). Oczekiwana decyzja powinna przynajmniej częściowo odblokować proces inwestycyjny. Zarówno na poziomie wykorzystania mocy

produkcyjnych jak również nominalnej wielkości inwestycji brutto gospodarka amerykańska nie osiągnęła jeszcze poziomów sprzed kryzysu 2007/9.

Zadłużenie gospodarstw domowych w USA na tle S&P500 (LS), nastroje konsumentów na tle ISM przemysłu (Ś) i wykorzystanie mocy produkcyjnych w przemyśle na tle inwestycji brutto w USA (PS)

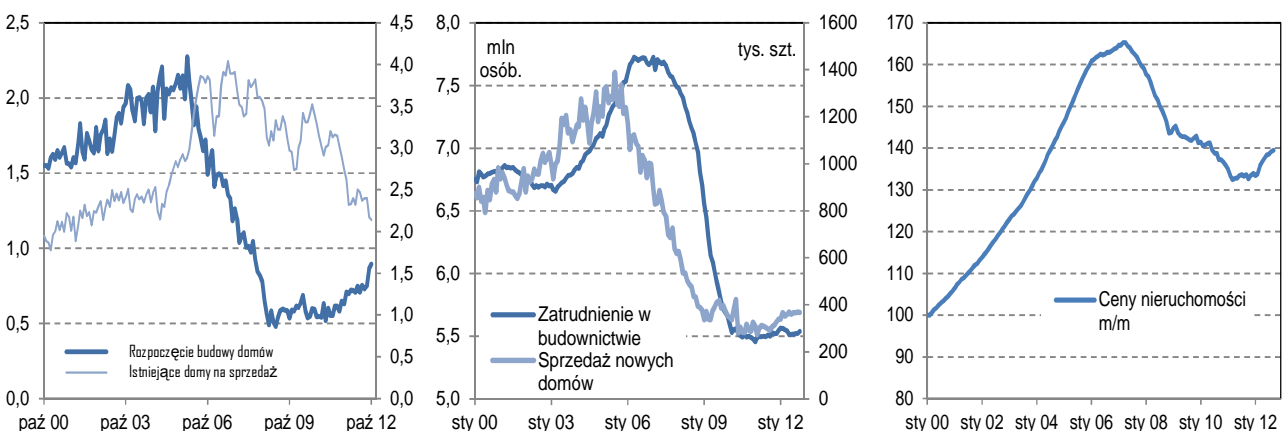


Źródło: Bloomberg

Na razie temat *fiscal cliff* nie przekłada się na ocenę sytuacji i zachowania konsumentów, którzy cieszą się z poprawy na rynku pracy, wzrostu cen nieruchomości oraz cen akcji. Potwierdzeniem tego jest poziom wskaźnika optymizmu Conference Board, który wzrósł do 73,7pkt (najwyżej od 2008 roku). Warto również zwrócić uwagę, że gospodarstwa domowe nadal delewarują się. Na koniec września br. ich zadłużenie w relacji do PKB obniżyło się do 81,5% w stosunku do 97,5% na początku 2009 roku. Stopa oszczędności utrzymuje się na poziomie ok. 3,5%, a roczna dynamika wzrostu wydatków konsumpcyjnych to 3%.

Jednym z najlepiej rokujących sektorów na przyszły rok (choć przez kryzys ostatnich lat istotnie mniej partycypującym w PKB) jest budownictwo. Odbudowujący się rynek nieruchomości potwierdzają m.in. dane dotyczące liczby rozpoczynanych nowych budów (wzrost do blisko 900 tys. z ok. 600 tys. przed rokiem) oraz kurczącej się liczby domów pozostających na sprzedaż (2,14 mln, -0,6 mln r/r). W efekcie obserwuje się wzrost cen nieruchomości (wykres poniżej) a to: mniejsze ryzyko po stronie banków (zabezpieczenia hipotek), pobudzenie konsumpcji przez efekt majątkowy, kreacja popytu inwestycyjnego (pobudzenie rynku do zwiększenia podaży domów). Jak na razie ożywienie w tym segmencie nie przekłada się na zauważalny wzrost zatrudnienia w sektorze, które jest niższe o 30% w stosunku do szczytu z 2006 roku. Rosnąca liczba nowych budów powinna ten obraz zmieniać już w 2013 roku.

Rynek nieruchomości w USA

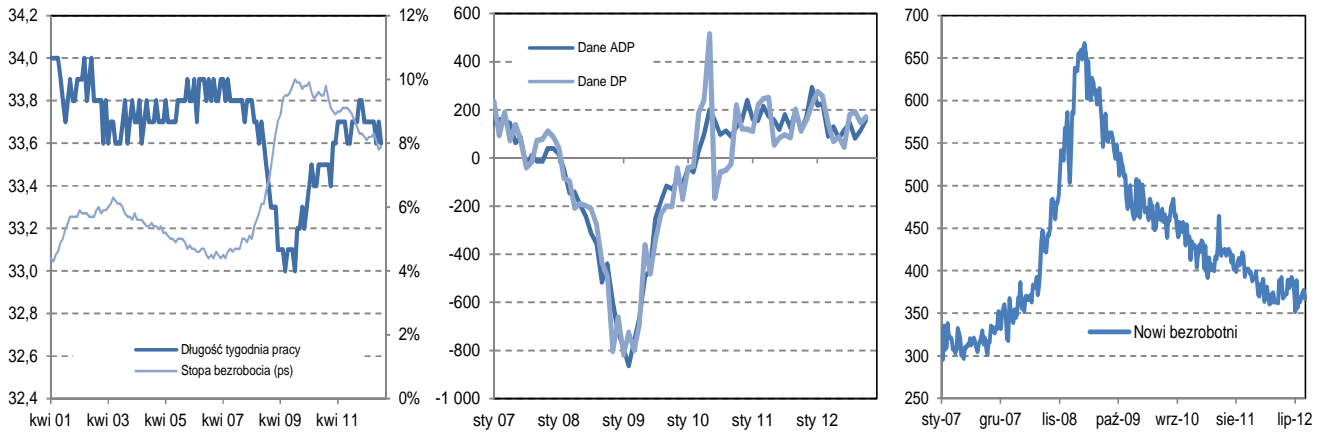


Źródło: Bloomberg

Bardziej pozytywne symptomy ożywienia na rynku pracy widać z perspektywy całej gospodarki. Liczba nowych bezrobotnych utrzymuje się w trendzie spadkowym i obecnie

oscyluje w przedziale 350-400 tys. Liczba nowych miejsc pracy to 150 tys. Stopa bezrobocia obniżyła się do 7,9% (-1 p.p. r/r). Z ostatnich wypowiedzi członków FED (Ch. Evans) wynika, że docelowym poziomem bezrobocia, do którego FED może wspierać swoją polityką rynek pracy, jest 6,5%. Jeżeli tempo spadku utrzyma się jak w ostatnich 12 miesiącach to poziom ten powinien zostać osiągnięty w połowie 2014 roku. Pozytywny trend w roku 2013 powinien zatem utrzymać się.

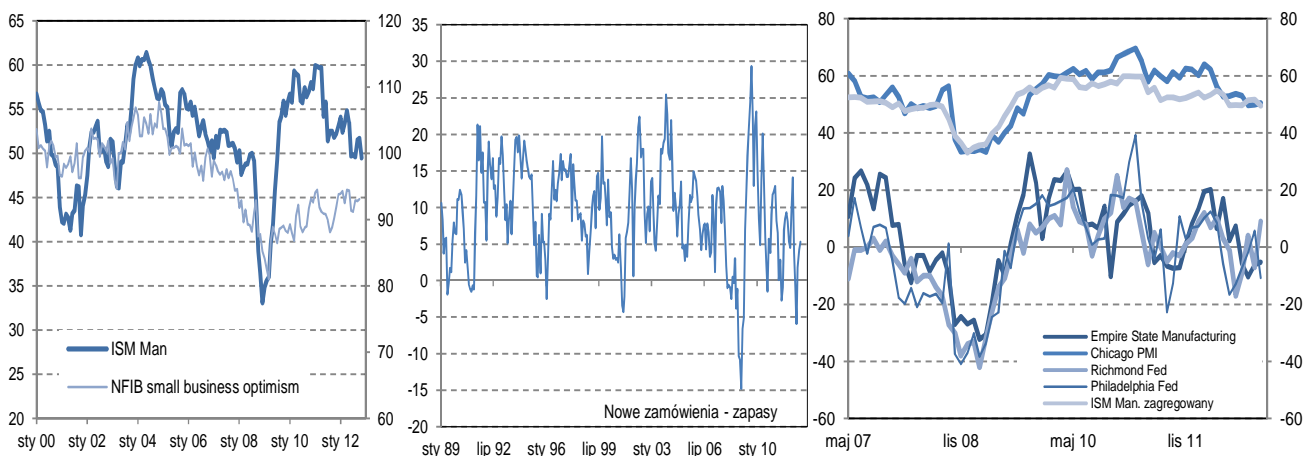
Dane z rynku pracy w USA



Źródło: Bloomberg

Jednym z większych negatywnych zaskoczeń ostatnich miesięcy jest słabość wskaźników wyprzedzających dla przemysłu. W grudniowym odczycie ISM ponownie spadł poniżej 50 pkt. (49,5pkt. vs. oczekiwane 51,3pkt.). Jednoznaczna ocena progностycznej wartości wskaźnika (opierającego się na ankietach i nastroju badanych) może być jednak zaburzona. Badanie dotyczy okresu, w którym swoje piętno odcisnął huragan Sandy (spadki lokalnych wskaźników dotyczą przede wszystkim Nowego Jorku i Filadelfii, Richmond i Chicago oddalone od epicentrum huraganu nie spadły) i jak wcześniej podkreślano brak porozumienia ws. *fiscal cliff* (porozumienie powinno zmienić sentyment bardzo szybko).

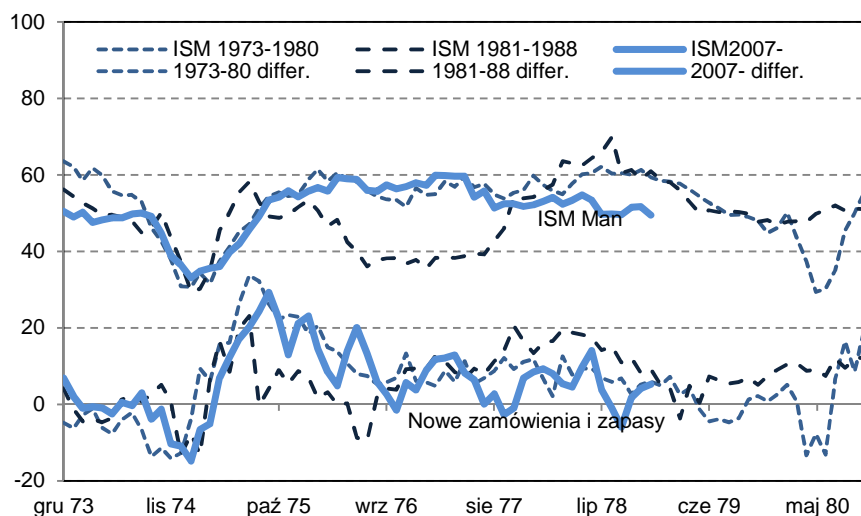
ISM Manufacturing: na tle indeksu NFIB SB (L), różnica pomiędzy nowymi zamówieniami i zapasami w ISM (Ś), na tle indeksów lokalnych (P)



Źródło: Bloomberg

Oczywiście nie można nie brać pod uwagę, że obserwowane ożywienie jest słabsze niż oczekiwano, tym niemniej warto zwrócić uwagę na indeks NFIB, który pokazuje koniunkturę ocenianą przez małe firmy. Indeks nie podniósł się tak szybko jak ISM po kryzysie 2007/9, ale w przeciwieństwie do ISM cały czas znajduje się w trendzie wzrostowym. Składowe ISM pozwalają na lekki optymizm. Wartość subindeksu nowych zamówień jest wyższa niż zapasów o 5 p.p. Negatywem jest fakt, że różnica ta nie wynika ze wzrostu zamówień, ale szybszego spadku zapasów.

ISM Manufacturing i różnica pomiędzy nowymi zamówieniami a zapasami w cyklach 1973/80, 1981/88 i 2007/...



Źródło: DI BRE, Bloomberg

Analizując ISM w dłuższym okresie, obecny cykl można porównać bardziej do pokryzysowego okresu z lat '70 (słaby wzrost) niż do lat '80, kiedy indeks wykonywał silniejsze amplitudy. Cykl lat '70 zakończył się recesją w 1981, ale jednocześnie odreagowanie. W przeciwieństwie do poprzednich kryzysów, obecnie mamy do czynienia z głęboką recesją w branży nieruchomości, której towarzyszył krach bankowy. W obu przypadkach sektory wykazują zdecydowaną poprawę koniunktury, co przy wsparciu FED daje nadzieję, że przemysł uniknie scenariusza z lat '80 i wreszcie wejdzie w fazę ożywienia, która dotychczas jest słaba.

Strefa Euro – czy wreszcie zobaczy światło w tunelu?

- **Strefa Euro pozostaje epicentrum ryzyka na rok 2013, wskaźniki wyprzedzające nie dają jednoznacznych sygnałów ożywienia, świadczą bardziej o stagnacji, wybrane kraje peryferyjne nie wyjdą z recesji przed 2014, PKB w Niemczech wzrośnie o 0,5% w 2013 i o 2,5% w 2014.**
- **Wraz z ożywieniem w USA i Azji, gospodarka niemiecka powinna wejść w fazę wzrostu nie później niż w drugim półroczu 2013, niemieckie firmy zaczną znów inwestować wykorzystując wciąż wysokie zyski i rosnące zamówienia eksportowe**
- **Na straży nierozdzielności Strefy stoi ECB, jak na razie samo ogłoszenie OMT stabilizuje sytuację związaną z finansowaniem się krajów peryferyjnych (spada koszt finansowania, prywatni inwestorzy wracają na rynek).**
- **Stabilizacja otoczenia biznesowego powinna zwiększać aktywność przedsiębiorstw w kolejnych kwartałach, rośnie dynamika podaży pieniądza.**

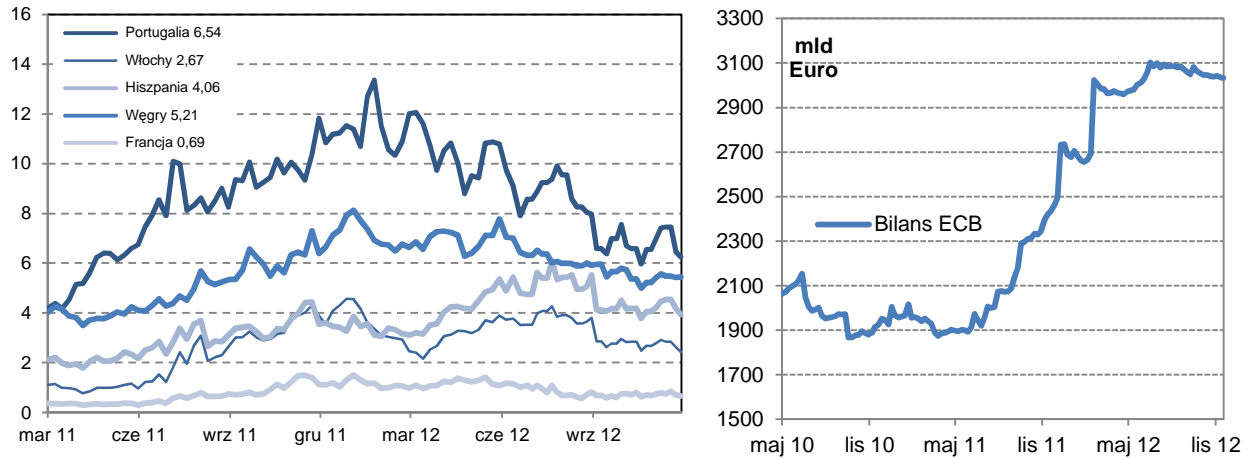
Sytuacja gospodarcza Strefy nadal jest bardzo trudna, co dobrze oddają zarówno twarde dane makro (spadająca produkcja przemysłowa, konsumpcja) jak również wskaźniki wyprzedzające, które na razie nie dają jednoznacznych sygnałów o odwróceniu się trendu spadkowego (wzrosty powinny utrzymywać się przez co najmniej trzy miesiące). Można je traktować raczej jako wyhamowanie dalszego pogłębiania się dekonunktury.

Podstawowym czynnikiem stabilizującym sytuację w Strefie nadal pozostaje ECB, który przy braku innych działań naprawczych, trzyma w pogotowiu „drukarkę”. Rozwiązanie to jest dalekie od idealnego, ale na obecną chwilę wydaje się jedynym możliwym. To, że rządy będą w stanie przeprowadzić głębokie strukturalne reformy, czy to że ESM zostanie zasilony przez bogate kraje realnymi pieniędzmi wydaje się wręcz nieprawdopodobne.

Tym niemniej działania ECB przynoszą jak dotąd zamierzony skutek. Ogłoszenie OMT (*Outright Monetary Transactions*) pozwoliło m.in. na: o) powrót funduszy na rynek obligacji rządowych krajów o podwyższonym ryzyku (w październiku miał miejsce pierwszy raz napływ prywatnych funduszy do regionu: Grecja, Włochy, Portugalia, Hiszpania); i) zawężenie spreadów obligacyjnych pomiędzy Niemcami a krajami peryferyjnymi; ii) powrót emisji dolarowych w strefie euro; iii) wzrost wartości pożyczek niezabezpieczonych. Otwartą kwestią pozostaje czy i jak długo rynkowi wystarczy sama deklaracja pozwalająca na przykład

Hiszpanii nadal nie występować z prośbą o objęcie programem. W przypadku wzrostu ryzyka, rentowności obligacji krajów peryferyjnych z pewnością zareagują bardzo szybko. Niestabilność może utrzymywać się aż do momentu formalnego wejścia zagrożonych krajów pod „płaszcz ochronny” ECB.

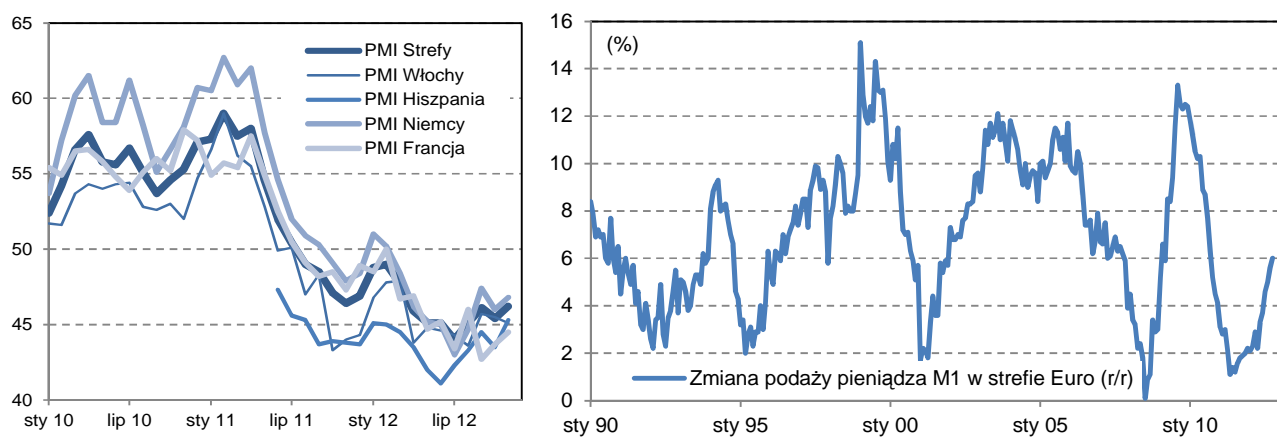
Premia płacona do koszt ubezpieczenia długu (CDS) niemieckiego przez wybrane kraje (L) i bilans ECB (P)



Źródło: Bloomberg

Makroekonomiści z Commerzbanku oczekują jednak, że sytuacja gospodarcza powoli będzie się poprawiać. Sama stabilizacja sytuacji (otoczenia biznesowego, brak pogłębiania się recesji) i poprawa koniunktury w Azji, powinny prowadzić m.in. do ponownego wzrostu inwestycji. Przykładem mogą być tu firmy niemieckie, które w ciągu ostatnich czterech kwartałów istotnie (-6% r/r) ograniczały wydatki na zakup maszyn i urządzeń. Z drugiej jednak strony o ponad 4% zwiększyły sprzedaż eksportową, utrzymując jednocześnie wysoką zyskowność. Dobrym prognostykiem dla sytuacji w Niemczech może być wzrost IFO - po raz pierwszy od lutego br. (+1,4pkt, do 104pkt). Ważną składową jaką są oczekiwania na przyszłość wzrosła o 2 punkty do 95,2 pkt (wskaźniki bieżące: +0,9 pkt, do 108,1 pkt). Za poprawę odpowiada m.in. wspomniany wzrost zamówień eksportowych (głównie z Azji). W efekcie przedsiębiorcy myślą o nieznacznym wzroście zatrudnienia. Pozytywnym symptomem z gospodarki jest również rosnąca dynamika podaży pieniądza M1 w całej Strefie.

PMI w przemyśle dla wybranych krajów Strefy Euro (L) i dynamika podaży pieniądza w strefie Euro (P)



Źródło: Bloomberg

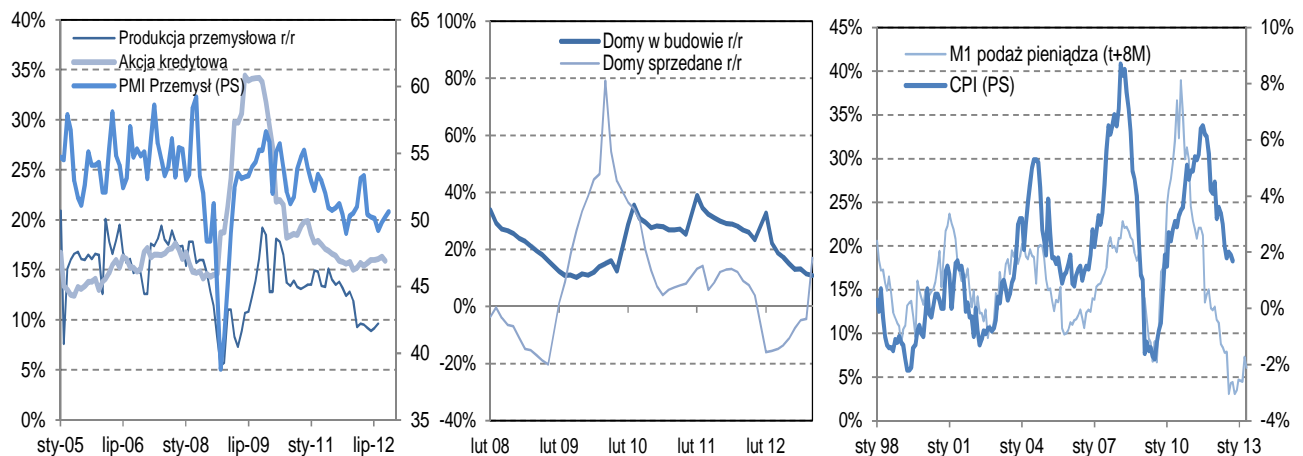
Niezależnie od wymienionych czynników, które mogą świadczyć, że w 2013 sytuacja co najmniej powinna się stabilizować, na przełomie roku kluczowe gospodarki Strefy otrą się o recesję a kraje peryferyjne zanotują spadki PKB. Prognoza Commerzbanku dla Niemiec mówi o wzroście w całym 2013 na poziomie 0,5%, po 0,7% wzroście w 2012. Silniejsze ożywienie nastąpi dopiero w drugiej połowie przyszłego roku.

Chiny – rezerwy do stymulacji gospodarki pozwalają oczekiwać na soft-landing

- Wzrost dynamiki podaży pieniądza, rosnąca sprzedaż domów, ponowny wzrost PMI powyżej 50 pkt. mogą świadczyć o początku ożywienia w gospodarce chińskiej.
- Jego przebieg będzie istotnie mniej dynamiczny niż w latach 2009-10, władze posiadają jednak duże rezerwy do stymulowania gospodarki w przypadku „nieoczekiwanych problemów”.
- Nowe władze powinny ogłosić kolejny plan gospodarczy, raczej na jesieni, a nie w marcu.

W 2012 roku chińska gospodarka przechodziła spowolnienie, którego przebieg dobrze oddaje zachowanie się cen akcji na giełdzie w Szanghaju (-6,3% YTD). Ostatnie miesiące przyniosły jednak pierwsze oznaki ożywienia, co może być zasługą m.in. obniżek stóp procentowych oraz niższych wymogów dotyczących rezerw obowiązkowych w bankach. W efekcie, przy nadal obniżającej się inflacji, dynamika wzrostu podaży pieniądza przyspieszyła. Dynamika wzrostu akcji kredytowej oscyluje na poziomie 15% r/r. Są to nadal wzrosty zasadniczo odbiegające od tych, do których Chiny przyzwyczyły nas w ostatnich latach, tym niemniej wydaje się, że kolejny cykl został zapoczątkowany. Poprawa sytuacji w Chinach nadal będzie stymulować wzrost popytu na surowce, co w ostatnich tygodniach roku widoczne było m.in. na przykładzie miedzi czy rudy żelaza.

Dane z przemysłu na tle dynamiki akcji kredytowej (L), rynek budownictwa mieszkaniowego (Ś) i inflacji na tle dynamiki wzrostu podaży pieniądza (t+8M) (P) w Chinach



Źródło: Bloomberg

Prognozy wzrostu PKB na rok bieżący oscylują na poziomie 7,5-8,0%, z podobną dynamiką w roku przyszłym. Uwzględniając potencjał do stymulowania gospodarki chińskiej zarówno na płaszczyźnie monetarnej jak i fiskalnej (w 2012 Chiny ogłosiły program infrastrukturalny o wartości ok. 2% PKB), jest mało prawdopodobne, żeby zakładane przez władze cele nie zostały osiągnięte (osiągnięcie w 2020 roku poziomu „dostatniego społeczeństwa”, co można tłumaczyć zbudowaniem silnego wewnętrznego popytu).

W przyszłym roku ważnymi datami w przypadku Chin pozostaje marzec/kwiecień, kiedy formalnie władze obejmie nowy Premier (Li Keqiang) oraz wrzesień, kiedy odbędzie się kolejny plenarny zjazd partii. Obie daty mogą wyznaczać prezentacje długoterminowej strategii rządu, na którą od dłuższego czasu wyczekują inwestorzy na całym świecie. Wydaje się, że obecnie nadal główną bolączką władz pozostaje rynek nieruchomości. Zbyt silna stymulacja gospodarki może prowadzić do ponownego przegrzania (rynek ten jeszcze się nie oczyścił w wyniku spowolnienia) i wzrostu cen nieruchomości. Dlatego, władze mogą zwlekać z bardziej agresywną polityką stymulacji do jesieni, dając ekonomii więcej czasu na dostosowanie się. W kontekście rynku nieruchomości warto zwrócić uwagę, że dynamika wzrostu liczby domów w budowie obniżyła się do poziomu z kryzysu 2008/09. Z drugiej strony ponownie zaczęła rosnąć sprzedaż domów.

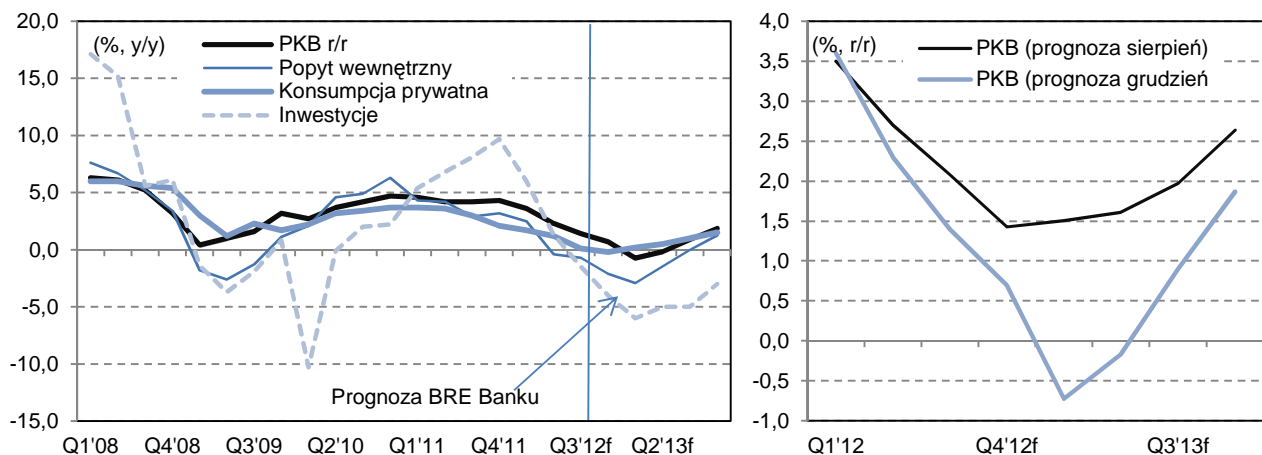
Polska – czy nadal jest „zielona wyspą”?

- Spowolnienie gospodarcze w Polsce nabiera tempa, w konserwatywnym scenariuszu makroekonomistów BRE Banku w przyszłym roku PKB wzrośnie tylko o 0,5% (2,8% w 2014), w pierwszym półroczu techniczna recesja, ożywienie dopiero od 3Q.
- W najbliższych miesiącach konsensus prognoz makro i wyników spółek nadal będzie się obniżał.
- RPP nadal będzie obniżała stopy procentowe, kolejne 100 pb do końca czerwca 2013 – przy spadku inflacji realne stopy nadal wyższe niż na rynkach bazowych.
- W spowolnieniu gospodarka równoważy się (import spada szybciej niż eksport), możliwa podwyżka ratingu jak miało to miejsce w Turcji w listopadzie 2012.
- Budżet UE na lata 2014-20 nadal niezatwierdzony, w scenariuszu bazowym kompromis dopiero w 2Q2013, co oznacza brak środków do wykorzystania w 2014 – wcześniej porozumienie potencjalnym upside'em.

Spowolnienie w polskiej gospodarce nabiera tempa, co przejawia się w silnym spadku inwestycji oraz w spowolnieniu - dotychczas podpory gospodarki w kryzysach - konsumpcji. Między innymi to odróżnia obecny cykl od „szybkiego zejścia PKB” w 2008/09. Dołek cyklu nastąpi dopiero w 2Q przyszłego roku. Wszystko to przy założeniu, że koniunktura w Niemczech w 1Q2013 zacznie się odbudowywać. W 2009/10 roku polska gospodarka dostała silny impuls wzrostowy dzięki inwestycjom infrastrukturalnym współfinansowanym z budżetu UE, stymulacji fiskalnej oraz osłabieniu PLN i wzrostowi eksportu. Obecnie jest mało prawdopodobne, żeby PLN osłabił się powyżej 5 PLN za Euro, co można by porównać z impulsem sprzed trzech lat. QE w USA i działania ECB wspierają PLN. Budżet UE na lata 2014-20 będzie zatwierdzony dopiero za kilka miesięcy i zacznie wpływać pozytywnie na gospodarkę nie wcześniej niż w 2014 roku. Rząd chcąc uniknąć procedury nadmiernego deficytu, przy kurczących się wpływach podatkowych, ma mało miejsca na stymulowanie gospodarki. Ożywienie rozpocznie się dzięki impulsowi z zewnątrz, tj. kiedy poprawi się koniunktura w krajach do których trafia polski eksport.

Makroekonomiści BRE Banku zakładają, że w przyszłym roku PKB polski wzrośnie zaledwie o 0,5% a w roku kolejnym o 2,8%. W pierwszym półroczu 2013 dynamiki PKB zanotują ujemne wartości na poziomie -0,7% w 1Q i -0,2% w 2Q. To scenariusz istotnie poniżej konsensusu rynkowego, który zakłada przyszłoroczny wzrost na poziomie ok. 1,5%. Już dziś jednak widać, że m.in. po słabym odczycie PKB w 3Q, konsensus w kolejnych tygodniach będzie przesuwiał się w dół (negatywne momentum makro, jak również jeśli chodzi o oczekiwania dotyczące wyników przedsiębiorstw). Ponieważ na razie oczekiwania są dosyć optymistyczne, nie są podnoszone obawy o stan budżetu oraz kwestie związane z rosnącym ryzykiem kredytowym.

Grudniowa prognoza wzrostu PKB w Polsce przygotowana przez BRE Bank (L) i prognoza na tle oczekiwań z połowy 2013 (P)

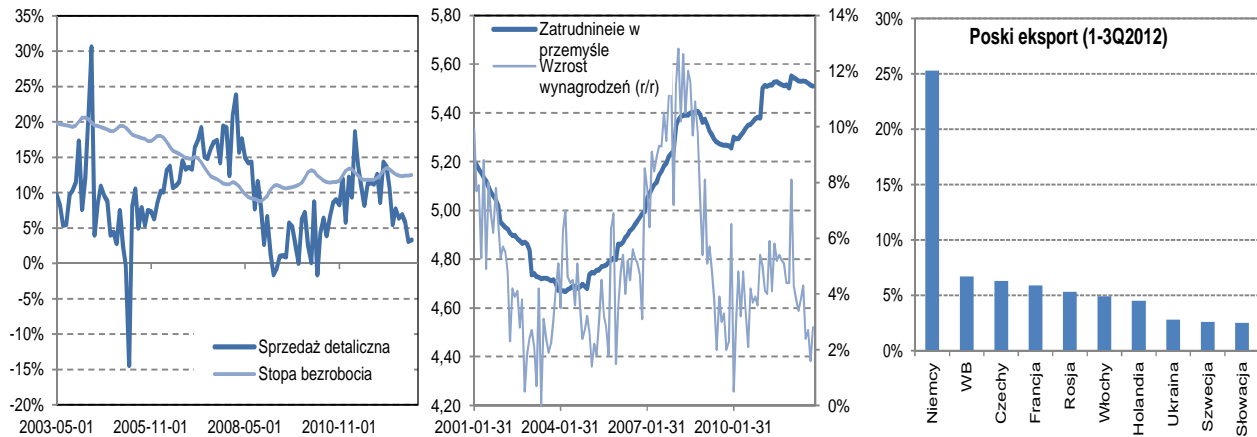


Źródło: BRE Bank SA

Symptomy spowolnienia w konsumpcji i przemyśle

Konsumpcja prywatna to składnik gospodarki, który w poprzednich cyklach bronił polską gospodarkę przed recesją. Tymczasem dynamika wzrostu sprzedaży detalicznej nadal znajduje się w trendzie spadkowym. Październikowe odczyty na poziomie +3,3% r/r (realnie 0,5% r/r) to w dużej mierze efekt bazy (dodatkové dwa dni robocze, szczególnie widoczny efekt w grupie: sprzedaż samochodów). Stopa oszczędności gospodarstw domowych jest bliska 0, co oznacza, że bez rosnącej akcji kredytowej konsumpcja będzie zależała od wzrostu wynagrodzeń (tu również widoczny trend spadkowy dynamiki) oraz zatrudnienia. W obu przypadkach oczekiwania są negatywne, co powinno przekładać się nawet na spadek sprzedaży detalicznej w kolejnych miesiącach w ujęciu r/r.

Sprzedaż detaliczna na tle stopy bezrobocia (L), zatrudnienie w przemyśle na tle dynamiki wzrostu wynagrodzeń (Ś) i kierunki polskiego eksportu (P)



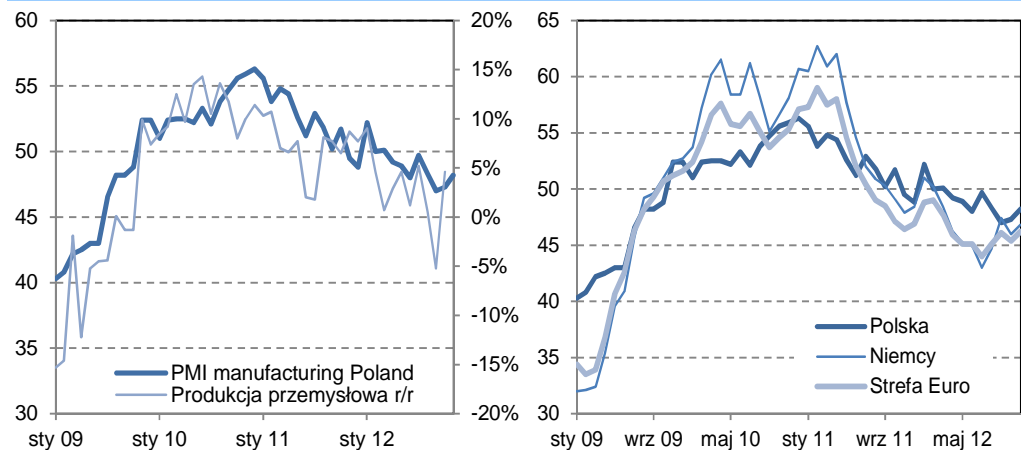
Źródło: GUS

Ograniczając analizę dochodów gospodarstw domowych do: funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw, wartości rent i emerytur oraz wartości zasiłków (pomijamy dochody kapitałowe, wynagrodzenia w sektorze usług i wynikające z samozatrudnienia) można oszacować, że w wartościach realnych dochód ten obniżył się w 3Q o 1,2% r/r. Był to największy spadek od 2004 roku, większy niż w kryzysowym 2009 roku. Jest to efekt realnego spadku wynagrodzeń przy stałym poziomie zatrudnienia oraz jedynie inflacyjnej indeksacji rent i emerytur. W październiku zatrudnienie w sektorze przemysłowym utrzymało się na poziomie sprzed roku, tj. 5,5 mln osób a w ujęciu m/m zmniejszyło się jedynie o 0,1% (zgodnie z sezonowością). Przeciętne wynagrodzenie wzrosło o 2,8% r/r (konsensus: 2,4%, we wrześniu: 1,6%, częściowym wytłumaczeniem jest tu efekt bazowy (liczba dni roboczych +2 r/r). Z drugiej strony w październiku wartość detalicznych kredytów konsumpcyjnych zanotowała ujemną dynamikę na poziomie 0,2% r/r. Spadające ceny mieszkań, niepewna sytuacja na rynku pracy i ograniczenia wprowadzone przez banki nie pozwalają na stymulowanie konsumpcji poprzez kredyty hipoteczne.

Potwierdzeniem nieuchronnej kontrakcji w konsumpcji są dane o PKB za 3Q. Roczna dynamika obniżyła się do 1,4% z 2,3% w poprzednim kwartale, przy oczekiwaniach rynkowych i NBP na poziomie 1,8%. Zaskoczeniem w stosunku do oczekiwań jest słabszy komponent wewnętrzny, z rekordowo niską dynamiką konsumpcji prywatnej (+0,1 r/r). Łącznie popyt krajowy obniżył się o 0,7% (w poprzednim kwartale -0,4%). Biorąc pod uwagę sytuację na rynku pracy nie można wykluczyć, że kolejne dwa kwartały przyniosą spadek konsumpcji prywatnej. Spadek inwestycji o 1,5% (r/r) w dużej mierze wynika z niższych wydatków związanych z budową infrastruktury (wartość dodana w budownictwie obniżyła się 5,8%, +2% w poprzednim kwartale). Biorąc jednak pod uwagę negatywne tendencje w sferze produkcji dóbr inwestycyjnych oraz kredytów inwestycyjnych dla przedsiębiorstw (w tym również deweloperów, którzy mają problem z istotną nadpodażą mieszkań na rynku) w kolejnych kwartałach można oczekiwać, że inwestycje prywatne również będą zmniejszały się. W strukturze PKB negatywną niespodzianką jest również eksport netto, którego kontrybucja spadła do 2,1p.p. z 2,7p.p. w 2Q.

Indeks PMI w ostatnich dwóch miesiącach wzrósł, nadal jednak pozostaje poniżej poziomu 50 punktów (48,2), co wskazuje, że sytuacja w przemyśle pogarsza się. Zgodnie z ostatnimi danymi (październik) produkcja przemysłowa wzrosła o 4,6% r/r (dwa dni robocze więcej), a po odsezonowaniu zaledwie o 0,6% r/r (spadek o 1,6% we wrześniu).

Dynamika produkcji przemysłowej na tle PMI w Polsce (L) i PMI w przemyśle w Polsce, Niemczech i strefie Euro (P)



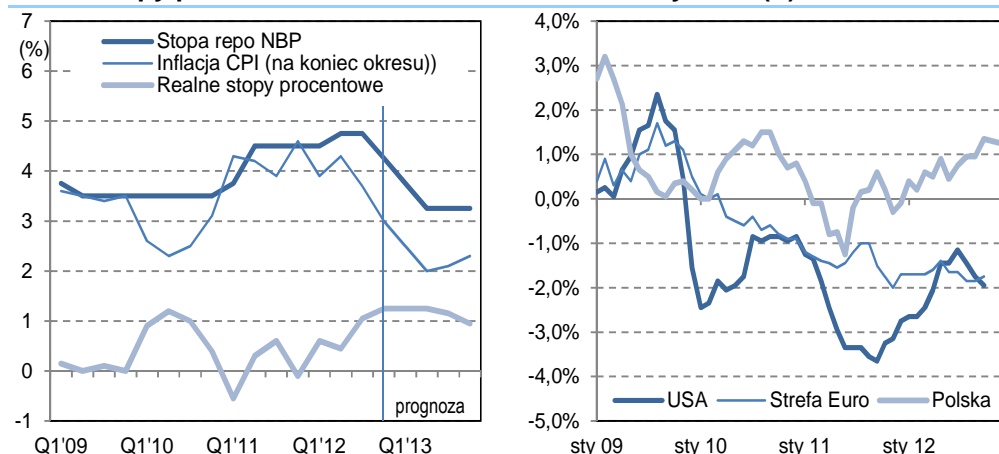
Źródło: Bloomberg

Co ciekawe PMI w Polsce zanotował swój szczyt w obecnym cyklu o dwa miesiące wcześniej niż PMI w Niemczech i Strefie Euro. Przy podejściu konserwatywnym, obecnie wskaźniki wyprzedzające dla krajów Strefy nie dają jednoznacznych wskazań na temat odwrócenia negatywnego trendu, a ostatnie wzrosty mogą być nadal traktowane jako korekta tego trendu. Makroekonomiści z Commerzbanku stawiają jednak tezę, że poziomy PMI zanotowane przed czterema miesiącami wyznaczają dno cyklu. Rok 2013 przyniesie powolny ale jednak wzrost PMI a w konsekwencji poprawę danych makro. Żeby scenariusz zakładający odwrócenie się koniunktury w Polsce w 2H zrealizował się, wskaźniki nie mogą powrócić do spadków.

Co w sytuacji dalszego spowolnienia zrobi RPP?

W grudniu RPP obniżyła stopy o kolejne 25 punktów bazowych (do 4,25%), zapowiadając kontynuację cyklu w przyszłości. Zdaniem makroekonomistów Rada nie antycypuje rzeczywistego spowolnienia gospodarki i działa bardzo zachowawczo. Przykładem jest listopadowy komunikat, w którym Rada podkreśliła spadającą aktywność gospodarczą (spadek zakładanego wzrostu PKB z 2,1% do 1,5% w 2013, w kolejnych latach wzrost poniżej potencjału) jak również obniżyła projekcję ścieżki inflacyjnej (spadek poniżej celu inflacyjnego, tj. 2,5% w kolejnych kwartałach). Nasi makroekonomiści, bardziej pesymistyczni niż konsensus i oczekiwania Rady (inflacja w celu już w 1Q2013, recesja w 1H) zakładają, że stopy procentowe spadną w całym cyklu o łącznie 150 b.p. (konsensus 100-125).

Stopa referencyjna NBP, inflacja CPI i realne stopy procentowe w Polsce (L) i realne stopy procentowe w Polsce na tle USA i Strefy Euro (P)



Źródło: NBP, BRE Bank SA

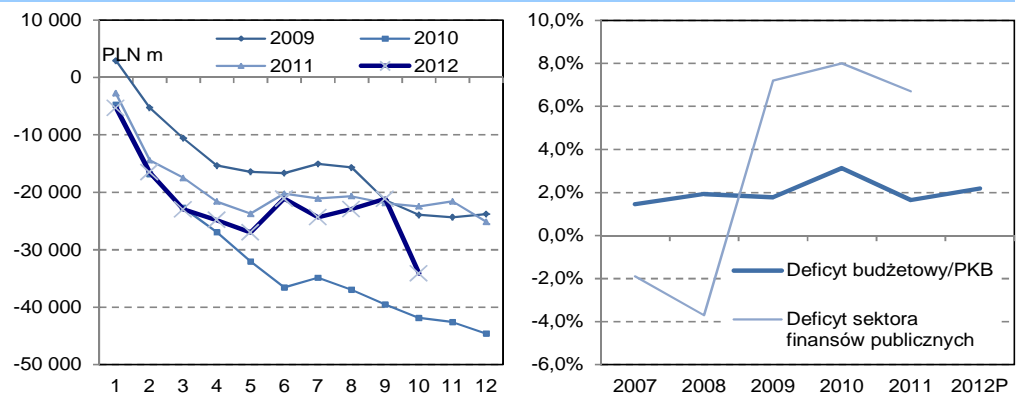
W październiku inflacja CPI obniżyła się do 3,4% z 3,8% w poprzednim miesiącu. Ze względu na efekty bazowe silniejszego PLN oraz stabilne ceny paliw do końca roku oczekujemy, że wskaźnik obniży się do 3,0%. W kolejnych miesiącach na inflację będą wpływały: dalsze spowolnienie gospodarcze oraz zmiana wag w koszyku i brak podwyżek cen energii

(ponownie efekty bazowe). W efekcie oczekujemy, że już w 1Q2013 CPI obniży się do celu inflacyjnego NBP a w kolejnym kwartale spadnie nawet do 2,0%.

Deficyt budżetowy pod kontrolą, co w przyszłym roku?

W październiku deficyt budżetowy zamknął się kwotą 34,7 mld PLN w stosunku do 35 mld PLN planu. Dochody budżetu również są zgodne z planem jednak ich struktura potwierdza (dochody z podatków 78% rocznego planu – po 10M powinno być 81-83%) obserwowane spowolnienie w gospodarce. Na szczególną uwagę zasługuje 15% spadek wpływów z VAT (narastająco po 10M -3,2% r/r). Utrzymanie się wysokiej dynamiki spadku w tej kategorii oznacza dziurę w stosunku do planu na poziomie 20 mld PLN. Sytuację budżetu ratuje nie planowana w ustawie budżetowej wypłata zysku NBP w kwocie 8 mld PLN. W listopadzie i grudniu należy oczekiwać dużo niższych kosztów obsługi zadłużenia, tym niemniej żeby nadal myśleć o wyjściu z procedury nadmiernego deficytu, w końcu roku rząd będzie musiał ograniczyć wydatki, pogłębiając spowolnienie w kolejnych miesiącach. Po stronie finansowania sytuacja jest komfortowa. Obecnie rząd zabezpieczył już 20% potrzeb pożyczkowych na rok przyszły. W tym względzie budżetowi sprzyja bardzo niskie oprocentowanie obligacji skarbowych.

Deficyt budżetowy w ostatnich latach – narastająco w roku (L) i w relacji do PKB (P)

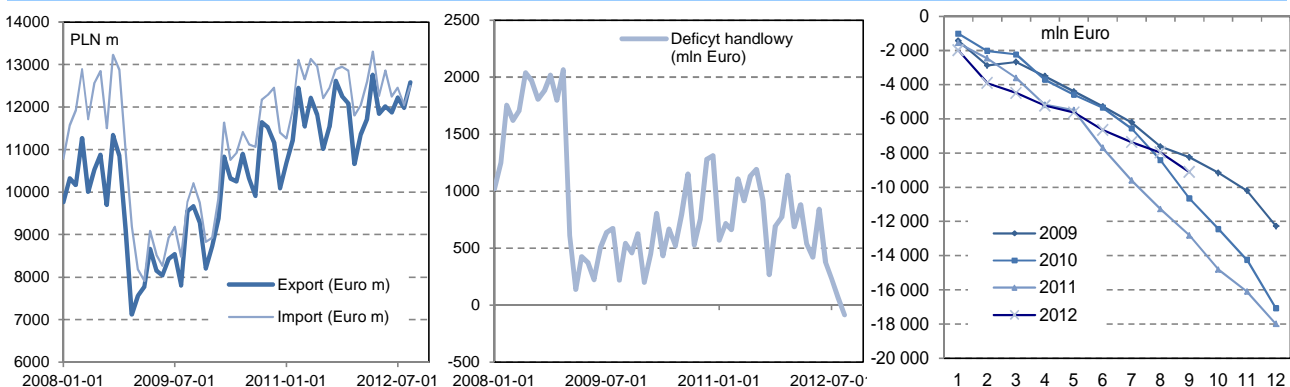


Źródło: GUS

Nadwyżka handlowa – wyższy rating jak w Turcji?

Spowolnienie gospodarcze, ze szczególnym uwzględnieniem komponentu popytu krajowego, tj. konsumpcji prywatnej i inwestycji, powoduje obniżenie importu, a w efekcie równoważenie się deficytu handlowego. We wrześniu po raz trzeci odkad NBP publikuje spójne i porównywalne dane, na rachunku handlowym Polska zanotowała nadwyżkę - w wysokości 84 mln Euro w stosunku do 63 mln Euro deficytu w poprzednim miesiącu. Pozostaje pytanie, czy słabnąca koniunktura w Niemczech i popyt na polski eksport nie oznaczają, że nadwyżka jest tylko chwilowa? Nasi makroekonomiści uważają, że spadek popytu krajowego będzie na tyle silny, że nadwyżka utrzyma się. Jeżeli wyjście ze spowolnienia polskiej gospodarki ma tym razem być efektem impulsu z zewnątrz, tj. Niemiec, to w najbliższych miesiącach będziemy mieli do czynienia z hamującym popytem wewnętrznym i importem i ożywieniem w eksporcie do Niemiec.

Eksport i import (L), deficyt handlowy (Ś) deficyt na rachunku bieżącym Polski (P)



Źródło: GUS

We wrześniu rachunek bieżący zamknął się deficytem (-1,14 mld Euro), głównie za sprawą wysokiego deficytu na rachunku dochodów (-1,5 mld Euro) oraz ujemnego salda transferów (-17 mln EUR vs. 0,4 mld EUR w poprzednim miesiącu, efekt niższych płatności z UE). W dużej mierze są to efekty sezonowe i zgodne z oczekiwaniami.

Poprawa bilansu zewnętrznego pomimo, że cykliczna a nie strukturalna, powinna być pozytywnie oceniana przez inwestorów zagranicznych - szczególnie w kontekście problemów strefy Euro. Poprawa powinna zostać dostrzeżona również przez agencje ratingowe, które nie tak dawno z podobnych powodów podwyższyły rating Turcji (Fitch, w listopadzie). Sytuacja Polski jest o tyle lepsza, że równoważenie następuje przy niższej inflacji i nie wynika jak w Turcji w dużej mierze ze spadku cen ropy naftowej tylko cyklicznych zmian konsumpcji. Docelowo mogą one prowadzić do odbudowania się stropy oszczędności, co przy spadającym deficycie sektora rządowego stwarza przestrzeń do finansowania przyszłych inwestycji bez konieczności korzystania z finansowania zewnętrznego.

Nowe fundusze z Unii Europejskiej na lata 2014-2020

Batalia o to jak będzie wyglądał przyszły budżet UE i jak duże fundusze ostatecznie trafią do Polski nadal trwa. Łącznie z Funduszu Spójności, z dwóch funduszy rolnych i Europejskiego Funduszu Społecznego Polska chce pozyskać ok 75-79 mld EUR (300-320 mld PLN). Przy założeniu, że nominalny wzrost PKB w kolejnych 8 latach wyniesie 4,5% rocznie, taka kwota stanowi ok. 2,15% produktu krajowego brutto Polski w latach, na które przewidziany jest budżet. W poprzednim budżecie polska miała do wykorzystania 68 mld EUR.

Wszystko wskazuje na to, że jak pokazał szczyt unijny w listopadzie, trudno będzie uzyskać kwotę o której mówią polscy politycy z Premierem Tuskiem na czele. Przed szczytem Komisja Europejska zaproponowała budżet, który zakłada wydatki w latach 2014-20 w łącznej wysokości 988 mld EUR. Na taki budżet nie zgadzają się jednak najwięksi płatnicy netto (Niemcy, Wielka Brytania, Francja, Holandia) i postulują redukcję wydatków o 100 (Niemcy) a nawet 200 mld EUR. Istnieje również wariant cypryjski zakładający redukcję budżetu o 52 mld EUR, ale z punktu widzenia interesów Polski zakładający niekorzystną strukturę cięć. Herman Van Rompuy – przewodniczący Rady Europejskiej – zaproponował z kolei redukcję wydatków o 75 mld Euro, co miało skłonić oponentów do zawarcia porozumienia.

Żeby środki mogły być rozdysponowywane jeszcze w roku 2014 (3/4 kwartał), budżet musiałby zostać przyjęty na szczycie styczniowym (2013). Jego fiasko będzie oznaczało, że ewentualny wpływ funduszy na gospodarkę pojawi się dopiero w roku 2015, co na dzisiaj wydaje się najbardziej realnym scenariuszem. Wszystko wskazuje również na to, że środki, jakie pozyska Polska mogą być o 5-15% niższe niż stara się zdobyć Rząd. Nadal pozostaje to istotna kwota z punktu widzenia polskiego PKB (1,9%).

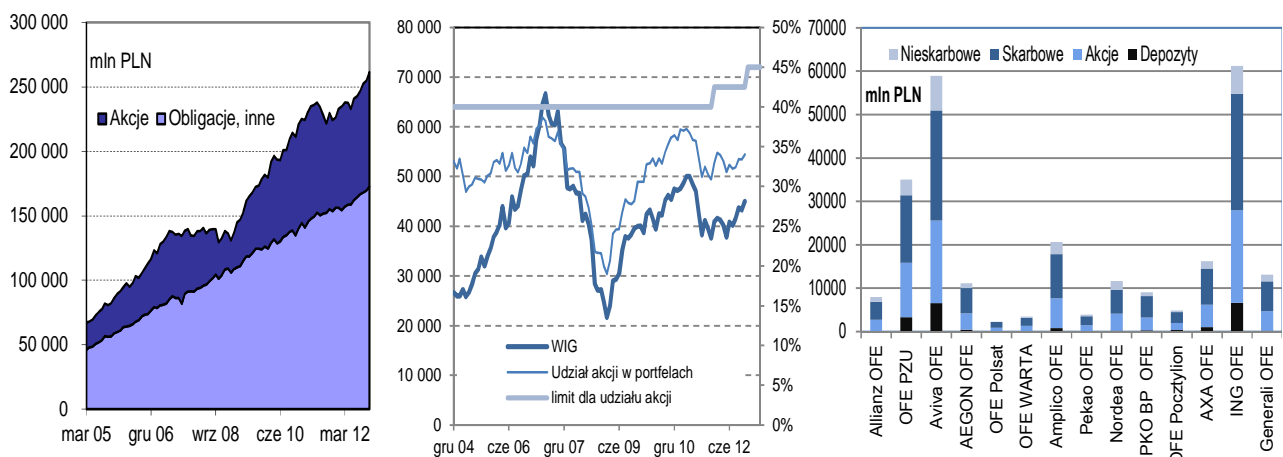
Krajowy popyt i podaż akcji

- OFE posiadają 20 mld PLN w gotówce, spadek oprocentowania depozytów i lokat powinien skłonić do zwiększenia alokacji w akcje, obligacje mało atrakcyjną alternatywą w perspektywie całego roku.
- Alokacja w akcje w OFE poniżej 34%, przyszłoroczny limit to 47,5%, w 2013 fundusze dostaną więcej pieniędzy z ZUS.
- Rok 2013 przyniesie przełom dla TFI, realokacja oszczędności z funduszy dłużnych do akcyjnych, napływ nowych środków wraz ze spadkiem oprocentowania lokat i rosnąca świadomość, że na GPW panuje hossa (5 rok).
- Wzrośnie liczba przejęć, wezwań na akcje.
- Małe natężenie prywatnych IPO, podaż akcji zapewni Skarb Państwa.
- W scenariuszu głębszego spowolnienia Skarb Państwa może zwiększyć dywidendy ze spółek kontrolowanych przez siebie.

Otwarte Fundusze Emerytalne

Na koniec listopada OFE zarządzały aktywami o łącznej wartości 261,6 mld PLN, z czego blisko 33,5% stanowiły akcje spółek notowanych na giełdach. Od początku roku aktywa wzrosły o 35,4 mld PLN, z czego w części akcyjnej o 19 mld PLN. OFE zwiększały alokacje w akcje. Przez 11 miesięcy ZUS przelał do funduszy 7,4 mld PLN (średnio 0,67 mld PLN miesięcznie), co oznacza spadek o połowę w stosunku do analogicznego okresu 2011 roku. Jest to efekt obniżenia składki od maja 2011 r. z 7,3% do 2,3%. W roku 2013 składka wzrośnie do 2,8%, co oznacza również wzrost kwoty przelewanej do funduszy o ok. 1,8 mld PLN w skali roku (przy innych czynnikach niezmiennych).

Aktywa OFE



Źródło: KNF, Analizy Online

Co ciekawe aż 7,9% łącznych aktywów OFE (20,4 mld PLN) ulokowane było na depozytach. 80% tej kwoty miały zgromadzone trzy największe OFE. Fundusze wykorzystują wysokie oprocentowanie krótkoterminowych lokat (wyższe niż krótkoterminowych papierów skarbowych). Innym wytłumaczeniem może być oczekiwanie na podaż dużych spółek ze strony Skarbu Państwa (PZU, PKO BP). Co jednak jeżeli oprocentowanie depozytów, w ślad za obniżkami stóp procentowych, spadnie? Wydaje się, że wzrosty jakie odbyły się na polskich obligacjach i oczekiwany wzrost rentowności na długim końcu krzywej w drugim półroczu 2013, powinny zachęcać fundusze do lokowania środków w akcje. W skali całego sektora OFE istotnie odbiegały od maksymalnego zaangażowania w akcje. W 2012 limit wynosi 45%, w roku przyszłym wzrośnie do 47,5%.

Czy 2013 będzie rokiem przełomu dla TFI?

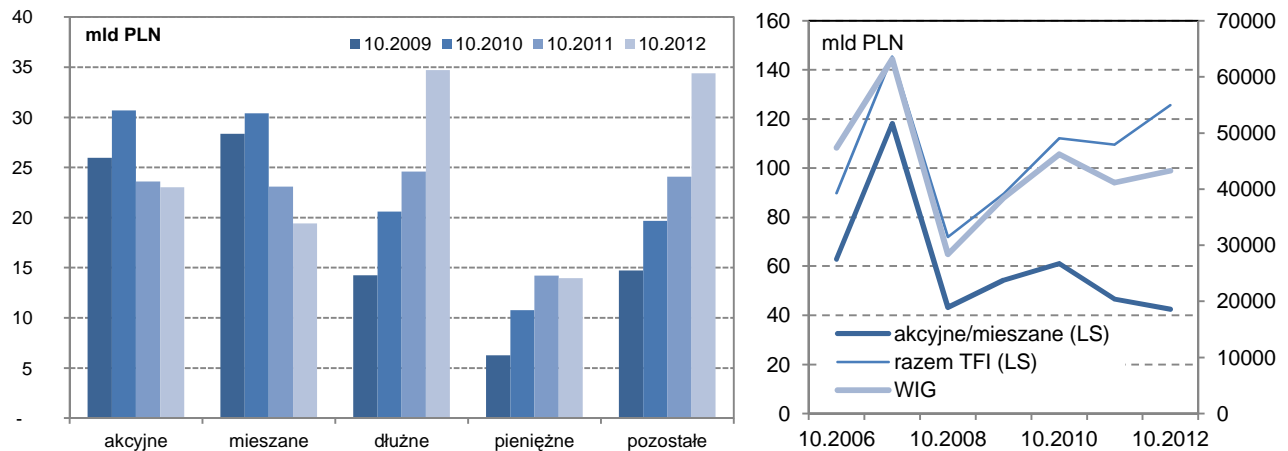
Pomimo wzrostu cen akcji na GPW rok 2012 można uznać za rok obligacji. Dynamiczna hossa na tym rynku - przy powszechnej percepcji inwestorów indywidualnych, że na giełdzie nie da się zarobić - spowodowała, że fundusze dłużne cieszyły się dużą popularnością wśród klientów. W ciągu roku (październik2012/październik2011) ich aktywa wzrosły o 10 mld PLN a licząc od 2009 podwoiły się. Drugim nadal bardzo dynamicznie rosnącym segmentem w TFI jest kategoria pozostałe fundusze, wśród których gro (zarówno wartości aktywów jak i przyrostu) stanowią antypodatkowe FIZy. To dzięki tym dwóm segmentom wartość łącznych aktywów TFI wzrosła w ciągu roku o 15,9 mld PLN. Mimo wzrostu cen akcji, zarówno fundusze akcyjne jak i mieszane odnotowały spadek wartości aktywów w ujęciu rocznym, łącznie o 4,3

mld PLN. Na koniec października ich łączna wartość to 42,5 mld PLN, tj. o blisko 1 mld PLN mniej niż w październiku 2008 roku.

Rok 2013 powinien być jednak dla komponentu akcyjnego przełomem, co wynika z:

- W naszej ocenie hossy na obligacjach potrwa najwyżej do połowy przyszłego roku, przy czym dalszy potencjał spadku rentowności skarbowych papierów dłużnych jest już mały. Potem, rentowności będą konwergowały do już rosnących w tym czasie rentowności w krajach rozwiniętych (efekt ożywienia gospodarczego, powoli rosnącej inflacji). Nie będzie to jeszcze dynamiczny ruch, ale trend zostanie przełamany.
- Wraz z kolejnymi obniżkami stóp procentowych, zaczną spadać oprocentowania lokat w bankach.
- Zaczyna się piąty rok hossy na giełdzie, wzrost indeksów będzie coraz bardziej zauważany (obecnie powszechne przekonanie, że giełda spada).
- Akcja kredytowa banków spowalnia, instytucje finansowe będą szukały produktu, który można sprzedać klientowi.

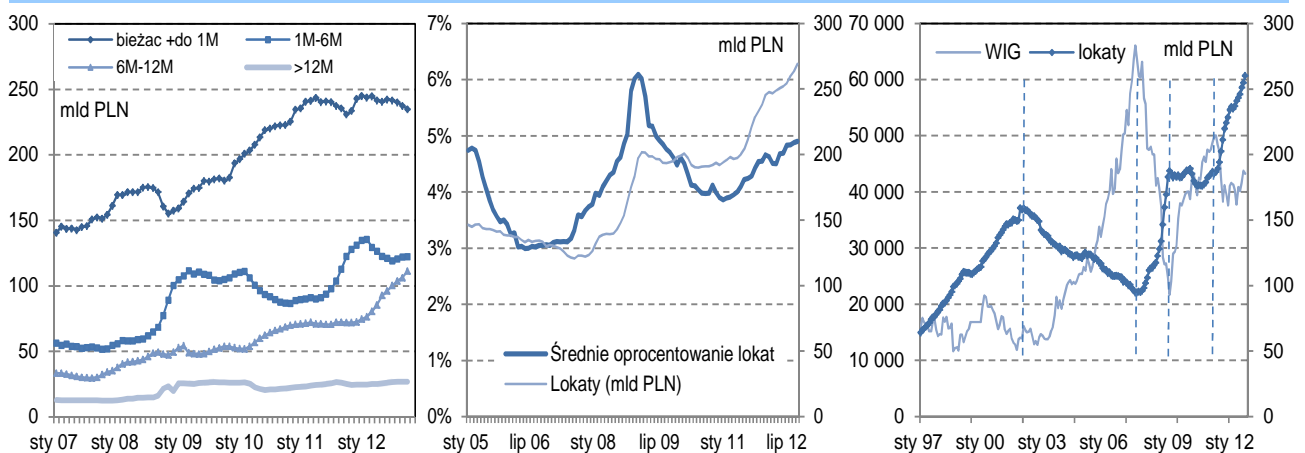
Aktywa TFI w rozbiciu na kategorie funduszy



Źródło: Anality Online

Wszystkie te czynniki nie oznaczają, że w TFI powtórzy się rok 2006/07, kiedy „ulica” masowo kupowała fundusze akcyjne, a udział oszczędności zgromadzonych w ramach TFI stanowił 15,9% wszystkich oszczędności gospodarstw domowych. Jednym z głównych powodów jest tu brak nadpłynności, jakie banki miały w tamtym okresie. Mówimy tu raczej o scenariuszu końca odpływów w pierwszych miesiącach roku i pozyskaniu kilku mld PLN w drugim (realokacja z dłużnych i nowe nabycia).

Struktura czasowa depozytów klientów indywidualnych w bankach (LS) oraz lokaty na tle średniego oprocentowania i stopy NBP (ŚS) oraz WIG (PS)



Źródło: NBP

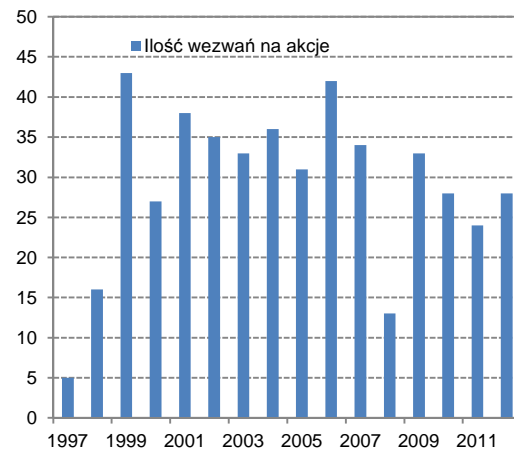
Obecnie przeciw odwróceniu trendu odpływu środków w funduszach akcyjnych – obok hossy na obligacjach – działa również nadal wysokie oprocentowanie depozytów i lokat (średnio 5%).

Naszym zdaniem obniżki stóp procentowych, których spodziewamy się w kolejnych miesiącach (łącznie kolejne 100 punktów bazowych) przeniosą się na oprocentowanie oszczędności (przy spadającej dynamice akcji kredytowej i mniejszej presji na depozyty, banki będą chroniły marże odsetkową).

Wzrośnie liczba przejęć i wezwań na akcje spółek notowanych na GPW

Europejskie koncerny, pomimo widocznego kryzysu, nadal mają się nieźle. Zadłużenie firm w relacji do EBITDA jest najniższe od ponad 20 lat. Lata, w których gospodarka znajdowała się w spowolnieniu (2001-2003; 2009), w przeszłości były wykorzystywane do przejmowania przecenionych firm.

Liczba wezwań na akcje spółek notowanych na GPW



Źródło: NBP

Poniżej wytypowaliśmy listę spółek, które naszym zdaniem w kolejnym roku mogą zmienić właściciela.

Nazwa spółki	Sektor	P/BV	P/E2012P	Komentarz
AB	Dystryb. IT	0,8	7,3	Wyjście z rynku lub akwizycję rozważa Tech Data
Action	Dystryb. IT	1,5	7,9	Wyjście z rynku lub akwizycję rozważa Tech Data
ABC Data	Dystryb. IT	1,0		Wyjście z rynku lub akwizycję rozważa Tech Data
AC Auto Gaz	Przemysł	2,8x	9,5	Spółka z gotówką netto, potencjalni przejmujący Lovato czy Landi Renzo
ACE	Przemysł	0,7x	12,1x	Przejęcie w ramach konsolidacji w branży (Potencjalni przejmujący Bosch, Continental, TRW)
Berling	Przemysł	1,5	14,3	Spółka z gotówką netto i ugruntowaną pozycją na rynku
BPH	Banki	0,7	11,0	Tempo restrukturyzacji poniżej początkowych oczekiwań GE; zbyt wysoka baza kosztowa
Ciech	Chemia	1,1	-	Po uporządkowaniu finansowania Grupy, MSP może wrócić do prywatyzacji.
Enea	Energetyka	0,6	9,1	Jedyna spółka z sektora przeznaczona do pełnej prywatyzacji.
ES-System	Przemysł	0,7	28,8	Spółka z gotówką netto, dotychczasowi właściciele wyszli z zarządu i oddali władzę nowym zarządzającym
Fasing	Przemysł	0,7	5,8	Przejęcie w ramach konsolidacji branży
Millennium	Banki	1,1	12,2	Słabnąca pozycja spółki – matki; lokalnie – problem z kosztem finansowania
Netia	Telekom.	0,7	50,6	Zainteresowane są podobno fundusze private equity
Orzeł Biały	Przemysł	1,0	13,5	Konsolidacja branży, koniec investment period dla funduszu posiadającego większość akcji
Police	Chemia	0,6	9,1	Jedyna spółka z sektora przeznaczona do pełnej prywatyzacji.
SecoWarwick	Przemysł	1,5	8,3	Przejęcie przez kapitał chiński w ramach poszukiwania nowych technologii
Sygnity	IT	0,7	-	W 2012 było już wezwanie Asseco Poland. Prowadzone były też rozmowy z zagranicznymi podmiotami
TVN	Media	3,7	17,7	Canal+ ma już 40% zaangażowania w ITI

Źródło: DI BRE Banku SA

Prywatne firmy nie zasypią rynku nowymi ofertami

W otoczeniu słabnącej koniunktury gospodarczej firmy będą wykazywały słabsze wyniki. W tym świetle ceny, jakie mogą uzyskać w ofertach publicznych, nie będą satysfakcjonowały dotychczasowych akcjonariuszy. Oczywiście znajdują się podmioty, które będą zmuszone przeprowadzić ofertę ratunkową lub akurat ich sektor czy pozycja rynkowa nie zostanie dotknięta spowolnieniem, jednak można oczekiwać, że będą to nieliczne przypadki. Głównym źródłem podaży akcji powinien być Skarb Państwa.

Co zrobi Skarb Państwa z OFE i udziałami w kontrolowanych przez siebie spółkach?

Biorąc pod uwagę coraz słabszą koniunkturę, w przyszłym roku przed rządem stoi trudne zadanie: jak dopiąć budżet w otoczeniu spadających wpływów podatkowych, zrealizować obietnicę wyjścia z procedury nadmiernego deficytu (EDP) i jednocześnie pobudzić gospodarkę do wzrostu. Z punktu widzenia rynków finansowych widzimy dwa potencjalne działania:

- Skarb będzie maksymalizował wpływy z dywidend kontrolowanych przez siebie spółek lub sprzedawał udziały w kontrolowanych przez siebie podmiotach pozyskując w ten sposób środki finansowe (dwie potencjalne opcje: sprzedaż przez GPW, Inwestycje Polskie);
- w wersji ekstremalnej Skarb może sięgnąć po pieniądze z OFE, które pozwolą na obniżenie wskaźnika długu w relacji do PKB – tym samym uwalniając środki na ewentualne stymulowanie fiskalne.

Z ostatnich wypowiedzi Ministra Skarbu (Budzanowskiego) wynika, że Rząd zakłada w przyszłym roku wpływy z prywatyzacji na poziomie 5,9 mld PLN, a wpływy z dywidend mają wynieść 5 mld PLN. Na 2014 nie przewidziane są wpływy prywatyzacyjne.

W październiku premier Tusk wygłosił expose, w trakcie którego poruszył m.in. kwestie inwestycji, które mają pobudzić polską gospodarkę. Na obecną chwilę traktujemy je jako życzeniowe. Do roku 2015 Rząd planuje wydać 300 mld PLN (460 mld PLN do 2020 r) m.in. na budowę dróg i autostrad (43 mld PLN), kolei (30 mld PLN), inwestycje energetyczne (60 mld PLN do 2020) oraz poszukiwanie gazu łupkowego (50 mld PLN). Inwestycje te miałyby być finansowane m.in. poprzez dokapitalizowanie BGK w drodze wniesienia akcji spółek kontrolowanych przez Skarb Państwa (o wartości ok. 10 mld PLN, przede wszystkim spółki notowane na GPW) a następnie wygenerowanie ponad 40 mld PLN nowych kredytów. Obok BGK ma zostać powołana do życia spółka inwestycyjna (roboczo nazwana Celowa Spółka Inwestycyjna - CSI), której jedynym udziałowcem na razie będzie Skarb Państwa. Spółka działałaby jak fundusz kapitałowy, który tworzy razem z innymi inwestorami (prywatnymi lub samorządami) spółki celowe do realizacji wybranych projektów inwestycyjnych. Program ten nazwano "Inwestycje Polskie".

Zgodnie z opracowanym harmonogramem pierwsza transza spółek ma zasilić BGK w kolejnych kilku miesiącach (na pewno w IH2013). Jak dotąd nie ujawniono, akcje których spółek miałyby dokapitalizować program. Wiadomo, że mogą to być pakiety przewidziane przez Skarb na sprzedaż, a więc nie takie które zapewniają Skarbowi większość lub kontrolę (zgodnie ze strategią prywatyzacji).

Udziały Skarbu Państwa w spółkach notowanych na GPW

(mIn PLN)	Udział SP	Dywidenda wypłacona akcjonariuszom						Dywidenda dla Skarbu	
		2010	2011	2012P WB	DY WB	2012P WA	DY WA	2012P WB	2012P WA
Tauron	30%	2 980	373	500	6,4%	1 000	12,7%	150	300
PGE	62%	263	3 422	2 300	6,7%	4 000	11,7%	1 423	2 476
PKN	28%	0	0	1 000	5,1%	1 800	9,2%	275	495
PZU	35%	708	1 937	2 245	6,3%	2 245	6,3%	790	790
JSW	50%	135	641	300	2,8%	780	7,3%	150	391
PKO BP*	44%	0	1 588	1 875	4,3%	2 800	6,4%	818	1 222
PGNiG	72%	1 215	0	520	2,0%	1 000	3,8%	377	724
GPW	35%	194	60	60	3,8%	80	5,1%	21	28
Lotos	53%	0	0	0	0,0%	0	0,0%	0	0
KGHM	32%	2 475	5 668	2 000	5,6%	3 500	9,7%	636	1 113
Enea	52%	2 245	212	211	3,1%	500	7,3%	110	260
Razem		10 215	13 901	11 811	5,2%	18 265	8,0%	4 970	7 952

Źródło: DI BRE Banku SA; * uwzględnia udział poprzez BGK

W jednym z wywiadów Minister Tamborski szacował, że wartość pakietów Skarbu w spółkach notowanych na GPW to ok. 100 mld PLN, z czego Skarb docelowo może sprzedać akcje o wartości ok. 20 mld PLN. Nie przewiduje sprzedaży udziałów w takich spółkach jak np.: Lotos czy PGNiG. Poniżej prezentujemy zestawienie, które zakładałoby realizację takiego scenariusza. Nie oznacza to oczywiście, że akcje wszystkich wymienionych spółek będą sprzedawane w 2013 roku, chodziło nam bardziej o zaprezentowanie które spółki i jak duże pakiety akcji są potencjalnie do zbycia. Ostateczną decyzję jak zrealizować niezbędne wpływy budżetowe (również jakimi podmiotami dokapitalizować Inwestycje Polskie) podejmie Skarb. Możliwości jest wiele. Dodatkowo należy pamiętać, że w 2013 roku Skarb zamierza sprzedać

przez GPW część udziałów w spółce Energa (potencjalna wartość zbywanego pakietu to 1,5-3 mld PLN).

Bieżący i potencjalny (po sprzedaży akcji) udział Skarbu Państwa w spółkach giełdowych

(mld PLN)	Udział Skarbu Państwa	MC na GPW	Wartość udziału SP	Potencjalne zmniejszenie udziału do %	Wartość pakietu możliwa do zbycia
Tauron	30%	7,9	2,4	25%	0,4
PGE	62%	34,1	21,1	50%	4,1
PKN	28%	19,6	5,4	25%	0,5
PZU	35%	35,5	12,5	25%	3,6
JSW*	50%	10,7	5,4	34%	1,7
PKO BP**	44%	43,8	19,1	33%	4,7
PGNiG	72%	26,6	19,2	72%	0,1
GPW	35%	1,6	0,5	25%	0,2
Lotos	53%	5,1	2,7	53%	0,0
KGHM	32%	36,0	11,4	25%	2,4
Enea	52%	6,8	3,5	0%	3,5
Razem			103,3		21,2

Źródło: DI BRE Banku SA; * zmniejszenie udziału poniżej 50% wymaga porozumienia ze związkami zawodowymi, ** uwzględnia udział poprzez BGK

Wersją ekstremalną, tzn. realizowaną w silnie negatywnym scenariuszu makro, pozostaje sięgnięcie po środki zgromadzone w OFE. Jest to temat, szeroko dyskutowany przez inwestorów zagranicznych, którzy mają złe doświadczenia z wydarzeniami na Węgrzech.

Jeżeli już miałyby dojść do kolejnej ingerencji w OFE, scenariuszem najbardziej prawdopodobnym jest to, że do ZUS zostanie przekazane z OFE kilkanaście mld PLN (ok. 15 mld PLN). Będą to oszczędności osób o najniższych dochodach. Zmniejszyłoby to poziom zadłużenia w relacji do PKB o ok. 0,9% - oddalając finanse publiczne od pierwszego progu zadłużeniowego na poziomie 55%. W scenariuszu dużo bardziej inwazyjnym ZUS przejmuje papiery dłużne zgromadzone w ramach OFE.

Naszym zdaniem wariantem praktycznie niemożliwym jest przejęcie całych aktywów OFE, w tym części akcyjnej. W tym ostatnim przypadku oznaczałoby to, że Skarb Państwa staje się większościowym udziałowcem lub znaczącym w kilkuset prywatnych spółkach. To OFE pozwoliły im zaistnieć na GPW i pozyskać kapitał na dalszy rozwój. W wielu przypadkach (m.in. Grupa Kęty, LW Bogdanka, Azoty Tarnów, Echo Investment) Skarb Państwa przekroczyłby próg 33%, co zgodnie z obowiązującym prawem oznaczałoby konieczność ogłoszenia wezwania. Bez zmiany prawa taka ingerencja wydaje się zupełnie niemożliwa.

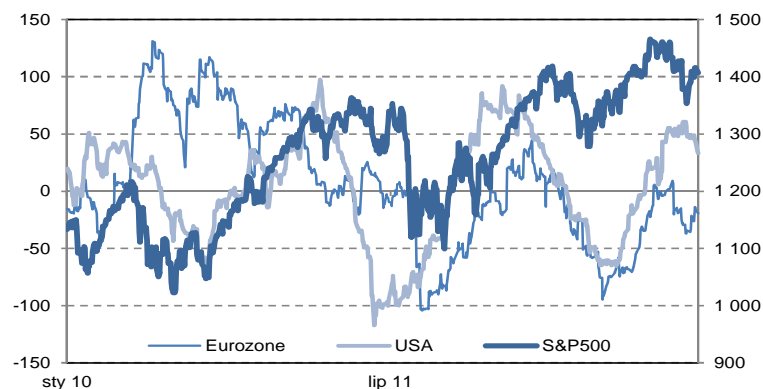
Sentyment, wyceny, wyniki i dywidendy – czy pozwolą na wzrost indeksów?

- Na rynkach przeważa optymizm (VIX, wskaźniki zaskoczeń, bulls/bears dla S&P500), przy obniżającym się konsensusie makro ryzyko głębszej korekty w 1Q2013 (po porozumieniu ws. *fiscal cliff*).
- Biorąc pod uwagę historyczne poziomy wyceny polskich spółek na tle GEM i indeksów w regionie są atrakcyjne, realokacja części funduszy z Turcji do Polski?
- W 2013 roku zyski analizowanych przez nas spółek spadną o 13%, dzięki bankom i PKN/PGNiG dywidendy tylko o 4,1%.
- Przy spadającym oprocentowaniu lokat DY oferowane przez spółki jest atrakcyjne (17 z 63 analizowanych przez nas firm wypłaci wyższy DY niż banki).
- Hossa na obligacje obniża stopę wolną od ryzyka, pozytywny wpływ na wyceny w modelach DCF.

Indeksy zaskoczeń w neutralnych rewirach

Indeksy zaskoczeń, które w istotny sposób są skorelowane z globalnymi rynkami akcji obecnie nie pokazują żadnego kierunku. W przypadku USA wskaźnik znajduje się w strefie świadczącej o umiarkowanym optymizmie analityków, w przypadku Strefy Euro nieznacznie przeważa pesymizm. Z tych poziomów oba indeksy mogą wykonać ruch zarówno wzrostowy jak i spadkowy.

Wskaźniki zaskoczeń makro przygotowywane przez Citibank

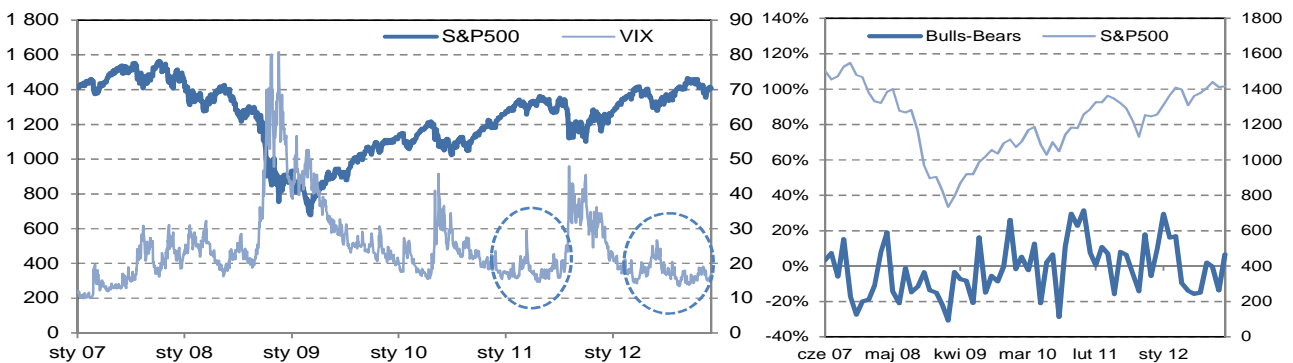


Źródło: Bloomberg

Optymistyczne nastroje inwestorów

Wskaźniki sentymentu wskazują na dosyć wysoki poziom optymizmu inwestorów na rynkach światowych. Indeks VIX dla opcji na S&P500 oscyluje na poziomie 15-17 punktów i jego struktura bardzo przypomina rok 2011, kiedy indeks wszedł w dynamiczną korektę spadkową. W zasadzie VIX wskazuje, że rynek jest gotowy do korekty – z drugiej strony równie dobrze na tych poziomach może utrzymywać się jeszcze przez jakiś czas.

Indeks zmienności dla opcji na S&P500 (L) i różnica pomiędzy optymistami a pesymistami na S&P500 (P)



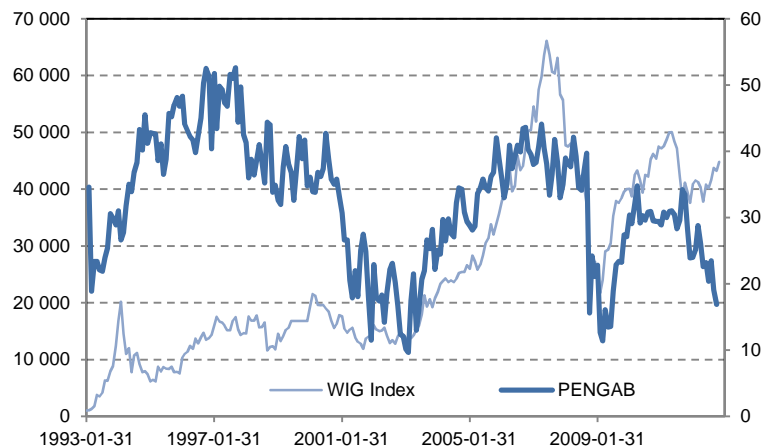
Źródło: Bloomberg

Na bazie ankiet przeprowadzanych wśród inwestorów z indeksu S&P500, na koniec listopada za wzrostami opowiadało się 40,9% pytanym (wzrost z 29,3% w poprzednim miesiącu), za spadkami 34,4% (spadek z 43,1%). Pozostałe 24,7% głosów była niezdecydowana. Panuje optymizm, ale nadal nie są to poziomy wskazujące na euforię (ekstremalne odchylenia to ok. 30 punktów procentowych różnicy).

Co nam mówi PENGAB – kto ma rację?

Jednym z największych zakładów na 2013 jest sektor bankowy. Prawie wszystko przemawia za tym, że banki powinny zachowywać się słabiej niż indeks (duże prawdopodobieństwo wprowadzenia podatku bankowego, brak tak pokaźnych zysków w obligacji jak w 2012, obniżki stóp procentowych, spowolnienie gospodarcze). Nastroje w sektorze dobrze oddaje PENGAB, który spadł już prawie do poziomów z dołka kryzysów 2009 i 2002/03 a biorąc pod uwagę prognozy makro na najbliższe miesiące zapewne tam się znajdzie.

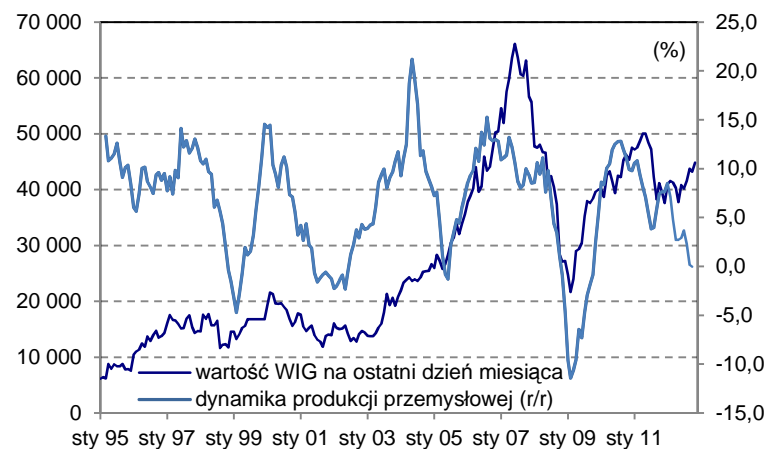
Indeks koniunktury bankowej PENGAB na tle WIG (LS) oraz siła relatywna banków do WIG (PS)



Źródło: Związek Banków Polskich

Po raz pierwszy od 1993 roku nastąpiło wyraźne „rozjechanie” się PENGABu z WIG i WIG Banki. Czy więc rynek akcji zakłada zbyt optymistyczny scenariusz? W krótkim okresie prawdopodobnie tak i konsensus makro musi się jeszcze obniżyć, jednak wcale nie musi mieć to istotnie negatywnego wpływu na ceny akcji, które bardziej reagują na symptomy płynące obecnie z gospodarki USA i niemieckiej niż lokalnego makro. Odwrócenie spadkowego trendu na PENGAB (koniunktura powinna się zacząć poprawiać w połowie 2013 roku) było zawsze silnym sygnałem wzrostowym dla giełdy. Bardzo podobne wnioski można postawić po analizie zachowania dynamiki produkcji przemysłowej i WIG.

Dynamika produkcji przemysłowej na tle WIG

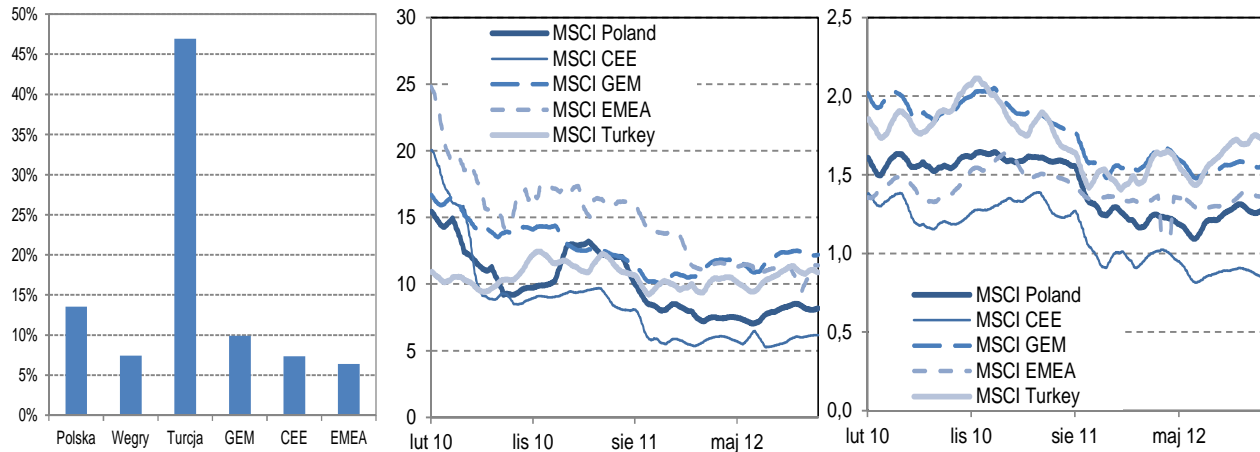


Źródło: GUS

Wycena polskich akcji nie jest barierą do wzrostów

Na dzień przygotowania raportu, wartość WIG wzrosła od początku roku o 21% a WIG20 o 14,2%. Porównując zachowanie się polskiego rynku do innych używamy indeksów MSCI. W przypadku giełdy warszawskiej wzrost on o 13,5% (YTD), co stawia go ponad stopami zwrotu indeksów regionalnych (CEE, EMEA) jak również indeksu *Global Emerging Markets* (GEM, +9,9%). Zdecydowanym liderem zarówno w zestawieniach światowych jak również lokalnych jest giełda turecka (+47% YTD).

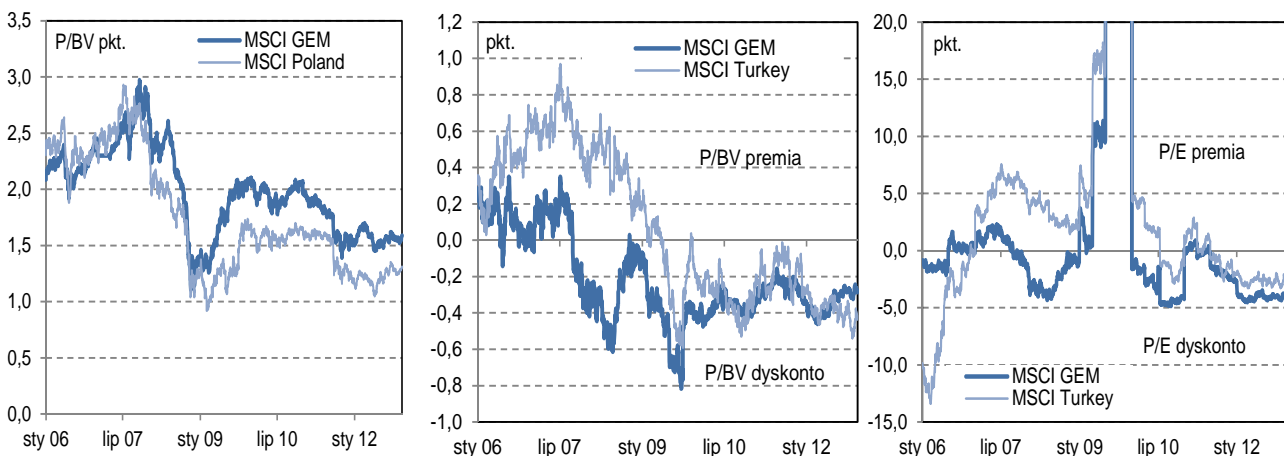
Zmiana wartości indeksów MSCI dla wybranych regionów (LS) i wskaźniki P/E (ŚS) i P/BV (PS)



Źródło: Bloomberg

Wskaźniki wyceny P/E i P/BV dla polskiej giełdy na tle indeksów regionalnych nie powinny stanowić bariery do wzrostu kursów akcji w pozytywnym scenariuszu dla rynku akcji w ujęciu globalnym. Po pierwsze sam wskaźnik P/BV dla indeksu MSCI GEM znajduje się na historycznie niskich poziomach, co samo w sobie daje potencjał wzrostu. Ponadto zarówno na poziomie P/E jak również P/BV indeks dla rynku polskiego notowany jest z dyskontem do GEM (wykresy poniżej). Na wykresie załączamy również poziom dyskonta na wymienionych wskaźnikach w porównaniu z giełdą turecką. Naszym zdaniem wraz z „ubijaniem dna” na poziomie makro w polskiej gospodarce, część inwestorów zagranicznych powinna zamieniać akcje tureckie na akcje notowane na GPW.

Premia/dyskonto na wskaźnikach P/BV i P/E dla MSCI Polska w relacji do MSCI GEM i rynku tureckiego

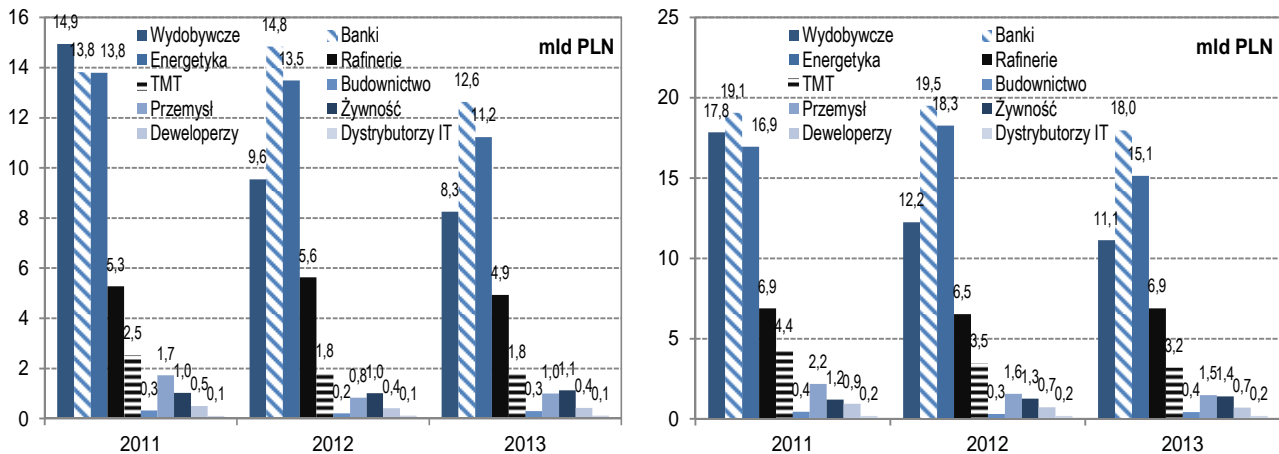


Źródło: Bloomberg

W 2013 zyski spółek spadną o 13%

W grupie 63 analizowanych przez nas spółek łączny zysk netto wypracowany w roku 2013 spadnie w stosunku do 2012 o 13% przy 2% spadku przychodów (dane bez sektora finansowego). Poniżej prezentujemy dane jak zysk netto i EBIT rozkłada się na poszczególne sektory oraz dynamikę zmian ww. pozycji rachunku wyników w ujęciu r/r w latach 2012/13.

Prognozowany zysk netto (LS) i EBIT (PS) w rozbiu na poszczególne sektory



Źródło: DI BRE Banku SA, do spółek wydobywczych zakwalifikowaliśmy PGNiG, budownictwo bez PBG i Polimexu

Kilka sektorów wymaga dodatkowego komentarza, co jest efektem tego, że w niektórych przypadkach jedna lub dwie spółki mogą zaburzać dynamiki całego sektora. Tak jest w przypadku budownictwa (w zestawieniu nie bierzemy pod uwagę PBG i Polimex-Mostostal), gdzie w 2013 roku, 42% wzrost zysku netto i 38% EBIT w głównej mierze jest efektem straty wygenerowanej przez Mostostal Warszawa w 2012 (odpowiednio: -56/-145 mln PLN; +3/+21 mln PLN w 2013P). Z wyłączeniem tej spółki dynamiki obniżyłyby się odpowiednio do +11/+13% r/r. Podobna sytuacja ma miejsce w przypadku przemysłu. Rok 2012 zaburzają duże jednorazowe straty wygenerowane przez Ciech i Rovese. W roku 2013 zakładamy, że spółki te osiągną już zyski. Po ich wyłączeniu zysk netto i EBIT sektora obniżą się w 2013 o 34%.

Zmiana przychodów, EBIT i zysku netto w rozbiu sektorowym w latach 2011-13

	Przychody		Zysk netto		EBIT	
	2012	2013	2012	2013	2012	2013
Wydobywcze	14%	-1%	-36%	-13%	-31%	-9%
Banki			7%	-15%	2%	-8%
Energetyka	5%	-4%	-2%	-17%	8%	-17%
Rafinerie	8%	-1%	7%	-13%	-5%	6%
TMT	1%	-3%	-27%	-2%	-22%	-8%
Budownictwo	1%	-19%	-34%	42%	-31%	38%
Budownictwo bez Most. Warszawa	2%	5%	-17%	11%	-19%	13%
Przemysł	5%	-4%	-52%	20%	-28%	-5%
Przemysł bez Ciech, Rovese	-20%	-5%	-31%	-34%	-24%	-34%
Żywność	28%	6%	-2%	12%	4%	12%
Deweloperzy	21%	2%	-19%	3%	-23%	-3%
Dystrybutorzy IT	17%	5%	11%	1%	3%	1%

Źródło: DI BRE Banku SA, do spółek wydobywczych zakwalifikowaliśmy PGNiG, budownictwo bez PBG i Polimexu

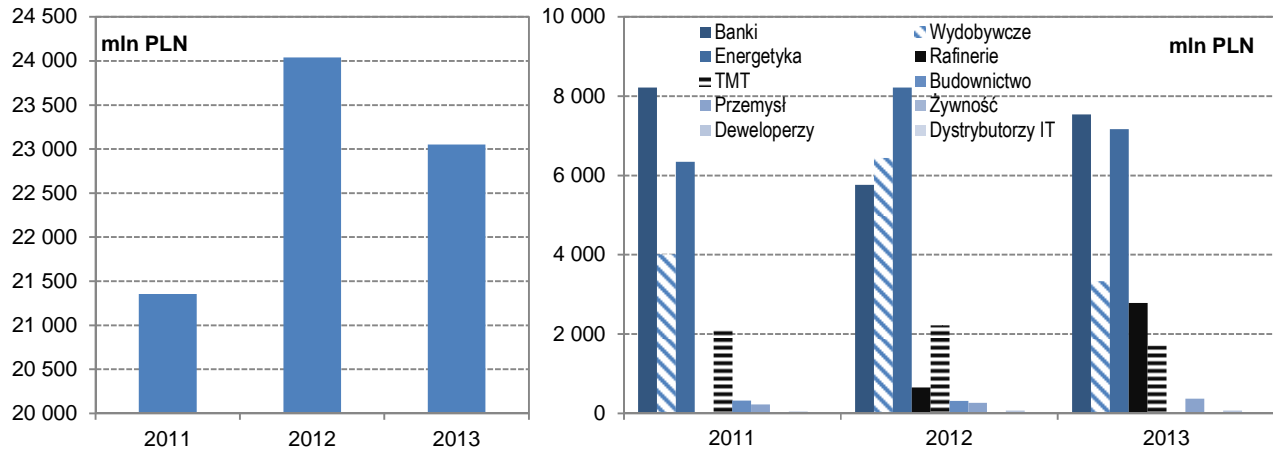
Sektorami (które z pominięciem wymienionych sytuacji) wg naszych prognoz powinny poprawić wyniki są: producenci żywności z Ukrainy (Astarta, Kernel), deweloperzy (wzrost wygenerowany przez deweloperów komercyjnych: Echo, PA Nova, GTC) oraz dystrybutorzy sprzętu IT (Asbis, AB, Action). Do wzrostowych sektorów należy zaliczyć również małe i średnie spółki budowlane (w 2012 podpisują nierentowne kontrakty).

Spółki oferujące najwyższy DY

Na bazie analizowanych przez nas spółek (63) i przygotowanych dla nich prognoz, w 2013 łączna wartość dywidend wypłaconych akcjonariuszom będzie o 4,1% niższa niż w roku 2012.

To mniej niż szacowany spadek zysków spółek (-13%). W prognozie opieramy się na wariacie konserwatywnym, potencjalnie spółki kontrolowane przez Skarb Państwa mogą wypłacić wyższe dywidendy, w przypadku konieczności pozyskania przez Skarb środków na równowagę budżetu.

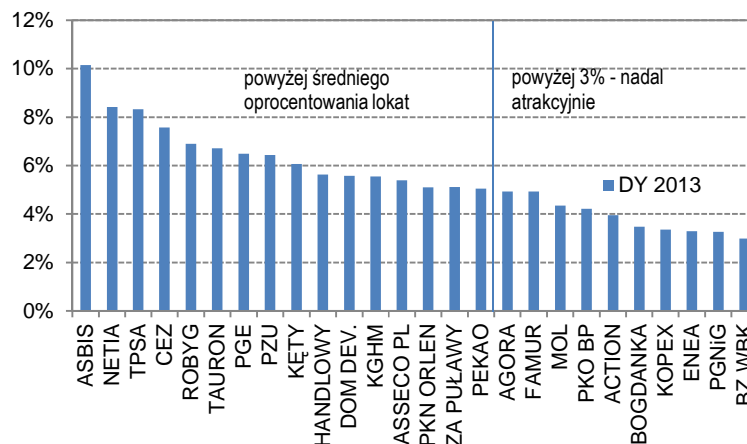
Łączna wartość dywidend wypłacanych przez analizowane w DI BRE spółki (L), rozbiecie sektorowe (P)



Źródło: DI BRE Banku SA

Co wpływa na taki obraz potencjału dywidendowego? Niższe dywidendy wypłacą duże spółki (istotnie ważące w podsumowaniu) takie jak: KGHM, JSW, PGE, TPSA czy średnie: Agora, Puławy, Budimex. W większości przypadków jest to efekt spadających zysków. W KGHM i PGE dodatkowo pojawia się efekt wysokiej jednorazowej dywidendy płaconej w 2012 a wynikającej z zysku na sprzedaży udziałów w Polkomtelu. Z drugiej strony takie spółki jak PKN Orlen, PGNiG, Kopex, Famur wypłacą dywidendę za 2012, czego nie robiły rok wcześniej. Jedynym sektorem, który istotnie zwiększył poziom płaconych dywidend są finanse. To efekt zakładanego przez nas złagodzenia polityki KNF w stosunku do sektora (restrykcje w 2012; max. 50% jednostkowego zysku). Tu oczekujemy 31% wzrostu wypłat, wzrost dotyczy wszystkich płaconych dywidendy banków (BZWBK, Handlowy, Pekao, PKO) i PZU. To właśnie dzięki bankom łącznie wypłacone w przyszłym roku dywidendy spadną tylko o wspomniane 4,1%. Bez tego sektora dynamika wyniosłaby -15,1%. Poniżej przedstawiamy zestawienie spółek, które wg naszych prognoz wypłacą w przyszłym roku dywidendy o najwyższych yield'ach. W 16 przypadkach DY jest wyższy niż średnie oprocentowanie lokat w bankach (na chwilę obecną).

Najwyższe DY dla analizowanych spółek w roku 2013



Źródło: DI BRE Banku SA

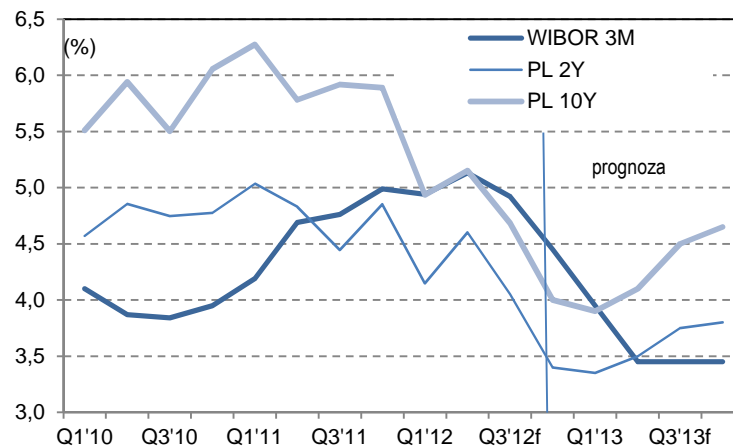
2012 szalony rok dla obligacji - stopa wolna od ryzyka - wpływ na wycenę

Rok 2012 przyniósł silne wzrosty cen obligacji w Polsce, ale również w całym regionie CEE. Pod koniec br. rentowności skarbowych obligacji 10-letnich (które traktujemy jako stopę wolną od ryzyka (SWR) w modelach wyceny DCF) spadły do poziomu 4%. W naszych modelach

również obniżamy dotychczasowe założenia, co ma pozytywny wpływ na wyceny spółek, ale tylko do poziomu 4,3%. Dlaczego jesteśmy w tym względzie bardziej konserwatywni?

Na rynkach rozwiniętych przestrzeń do dalszych obniżek rentowności obligacji jest bardzo ograniczona. Wraz z poprawą sytuacji gospodarczej należy oczekiwać, że inwestorzy zaczną poszukiwać wyższej stopy zwrotu. Realokacja funduszy pociągnie za sobą wzrost rentowności dłuższych papierów i wystromienie krzywej dochodowości. W Strefie Euro kompresja spreadów pociągnie za sobą wzrost rentowności obligacji niemieckich. W Polsce, w pierwszej połowie roku słabnące momentum gospodarki i spadająca inflacja oraz poszukiwanie przez inwestorów zagranicznych wyższych rentowności (przy relatywnie niskim ryzyku) powinny nadal wspierać polskie obligacje. W drugim półroczu, w ślad za trendami obserwowanymi na rynkach rozwiniętych można jednak oczekiwać stromienia krzywej i ponownego wzrostu rentowności. Mając na uwadze taki scenariusz nie przyjmujemy do wycen bieżącego poziomu rentowności.

Najwyższe DY dla analizowanych spółek w roku 2013



Źródło: DI BRE Banku SA

Obniżenie stopy wolnej od ryzyka ma istotny wpływ na poziom wycen uzyskiwanych w modelu DCF. W przypadku spółek analizowanych przez DI BRE zmiana ta spowodowała wzrost wartości akcji w przedziale 5-20%. W wielu przypadkach na obniżenie stopy nakłada się również obniżenie prognozy wyników na 2013, co jest związane z większym niż dotychczas oczekiwaliśmy spowolnieniem gospodarczym. Zmniejsza to lub w niektórych przypadkach wręcz w całości niweluje, pozytywny wpływ na wycenę obniżki SWR.

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

Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Wzrost / Spadek	P/E 2012	P/E 2013	EV/EBITDA 2012	EV/EBITDA 2013
Banki										
BZ WBK	Akumuluj	2012-12-10	239,00	270,00	239,40	12,8%	14,0	15,5		
GETIN NOBLE BANK	Akumuluj	2012-12-10	1,73	1,90	1,77	7,3%	11,1	13,5		
HANDLOWY	Trzy maj	2012-12-10	97,50	96,00	100,00	-4,0%	13,7	16,6		
ING BSK	Trzy maj	2012-12-10	89,95	93,00	90,00	3,3%	14,1	15,0		
KREDYT BANK	Kupuj	2012-12-10	15,85	18,80	16,56	13,5%	16,3	15,6		
MILLENNIUM	Akumuluj	2012-12-10	4,34	4,80	4,38	9,6%	12,3	15,0		
PEKAO	Trzy maj	2012-12-10	164,00	170,00	161,00	5,6%	14,6	16,5		
PKO BP	Akumuluj	2012-12-10	35,40	40,00	35,96	11,2%	12,1	14,5		
Ubezpieczyciele										
PZU	Akumuluj	2012-12-04	397,00	435,00	413,70	5,1%	9,8	12,5		
Usługi finansowe										
KRUK	Kupuj	2012-12-10	43,02	51,50	43,10	19,5%	9,4	8,6		
Paliwa, Chemia										
CIECH	Kupuj	2012-12-10	22,42	28,30	22,64	25,0%	-	10,8	43,6	5,0
LOTOS	Trzy maj	2012-12-10	41,50	37,40	40,30	-7,2%	9,4	8,5	13,6	8,1
MOL	Trzy maj	2012-12-06	260,00	254,57	245,30	3,8%	9,4	11,2	5,7	5,5
PGNiG	Trzy maj	2012-12-05	4,46	4,25	4,85	-12,4%	9,9	11,4	6,7	5,8
PKN ORLEN	Kupuj	2012-09-13	42,80	50,00	48,79	2,5%	8,8	10,3	5,8	6,4
POLICE	Redukuj	2012-12-10	12,05	10,90	11,94	-8,7%	6,6	10,4	4,1	5,0
ZA PULAWY	Trzy maj	2012-12-10	135,60	123,40	143,50	-14,0%	10,4	15,6	5,7	7,5
Energetyka										
CEZ	Trzy maj	2012-11-30	109,00	109,20	106,30	2,7%	8,6	8,8	6,3	6,4
ENEA	Akumuluj	2012-11-30	15,8	17,55	15,53	13,0%	9,1	12,1	3,0	4,3
PGE	Trzy maj	2012-11-30	17,85	18,10	18,16	-0,3%	7,7	12,1	3,7	5,2
TAURON	Kupuj	2012-11-30	4,4	6,16	4,49	37,2%	5,2	8,1	3,5	4,7
Telekomunikacja										
NETIA	Akumuluj	2012-12-10	4,89	5,40	5,02	7,6%	52,0	48,1	4,0	3,8
TPSA	Akumuluj	2012-11-26	11,94	13,30	11,97	11,1%	17,9	24,3	4,1	4,5
Media										
AGORA	Trzy maj	2012-12-10	9,99	10,30	9,99	3,1%	-	-	5,4	6,2
CINEMA CITY	Akumuluj	2012-12-10	34,02	36,50	34,13	6,9%	18,4	15,6	8,5	7,2
CYFROWY POLSAT	Trzy maj	2012-12-10	15,40	15,60	16,86	-7,5%	11,5	13,9	7,8	8,2
TVN	Akumuluj	2012-12-10	8,80	10,30	9,98	3,2%	-	18,6	10,9	11,2
IT										
AB	Akumuluj	2012-12-10	19,87	22,30	19,90	12,1%	7,3	6,8	6,8	6,4
ACTION	Akumuluj	2012-12-10	22,58	23,80	23,00	3,5%	8,1	8,1	6,4	6,2
ASBIS	Trzy maj	2012-12-10	2,75	2,68	2,80	-4,3%	6,1	6,4	5,4	5,7
ASSECO POLAND	Trzy maj	2012-12-10	43,20	43,70	43,50	0,5%	9,2	9,4	6,3	6,2
COMARCH	Redukuj	2012-12-10	72,50	65,20	74,35	-12,3%	22,0	24,8	7,0	7,0
SYGNITY	Akumuluj	2012-12-10	13,50	15,50	14,21	9,1%	-	15,7	11,2	5,4
Górnictwo i Metale										
JSW	Akumuluj	2012-12-04	87,80	104,00	90,50	14,9%	10,8	19,8	3,8	5,0
KGHM	Kupuj	2012-12-10	176,10	204,00	189,00	7,9%	7,1	7,8	4,4	4,5
LW BOGDANKA	Akumuluj	2012-12-04	134,00	143,80	133,00	8,1%	14,2	12,8	6,6	6,0
Przemysł										
ALCHEMIA	Trzy maj	2012-12-10	4,95	5,1	4,97	2,6%	24,6	13,0	10,4	7,4
ASTARTA	Kupuj	2012-12-10	57,45	76,9	57,70	33,3%	4,5	3,4	5,1	4,0
BORYSZEW	Trzy maj	2012-12-10	0,53	0,56	0,53	5,7%	8,9	16,0	6,5	8,9
FAMUR	Redukuj	2012-12-10	4,80	4,2	4,86	-13,6%	8,2	16,3	4,6	6,8
IMPEXMETAL	Kupuj	2012-12-10	3,14	4,2	3,42	22,8%	5,5	11,3	5,2	6,8
KERNEL	Trzy maj	2012-12-10	66,00	61,2	69,00	-11,3%	8,4	7,8	7,4	6,6
KĘTY	Redukuj	2012-12-10	147,60	126,7	149,90	-15,5%	11,5	16,9	6,9	8,3
KOPEX	Redukuj	2012-12-10	17,40	16,2	18,50	-12,4%	14,4	15,5	6,9	7,4
ROVESE	Trzy maj	2012-12-10	1,59	1,4	1,48	-5,4%	-	12,4	7,3	6,1
Budownictwo										
BUDIMEX	Trzy maj	2012-12-10	69,80	66,80	69,70	-4,2%	17,0	12,8	5,5	6,3
ELEKTROBUDOWA	Trzy maj	2012-12-10	111,20	121,20	111,20	9,0%	14,2	13,3	9,6	8,6
ERBUD	Kupuj	2012-12-10	16,42	19,20	15,85	21,1%	11,8	10,3	6,1	5,4
MOSTOSTAL WAR.	Trzy maj	2012-12-10	12,00	12,30	11,65	5,6%	-	73,3	-	7,2
PBG	Zawieszona	2012-06-05	14,63	-	6,42	-	-	-	-	-
POLIMEX MOSTOSTAL	Zawieszona	2012-07-18	0,69	-	0,60	-	-	-	-	-
RAFAKO	Trzy maj	2012-12-10	8,83	9,20	8,72	5,5%	12,9	12,0	10,5	7,8
TRAKCJA TILTRA	Zawieszona	2011-12-19	1,10	-	0,65	-	-	-	-	-
ULMA CP	Kupuj	2012-12-10	41,98	56,20	40,51	38,7%	10,6	329,9	2,4	3,1
UNIBEP	Kupuj	2012-12-10	4,80	6,80	4,88	39,3%	9,7	8,8	6,5	6,5
ZUE	Akumuluj	2012-12-10	5,74	6,60	6,28	5,1%	13,1	12,2	9,4	5,8
Deweloperzy										
BBI DEVELOPMENT	Akumuluj	2012-12-10	0,39	0,42	0,38	10,5%	129,6	43,9	45,0	53,9
DOM DEVELOPMENT	Sprzedaj	2012-12-10	35,65	28,70	32,43	-11,5%	7,8	11,0	6,3	8,3
ECHO	Akumuluj	2012-12-10	5,19	5,80	5,24	10,7%	17,9	14,3	22,9	16,8
GTC	Trzy maj	2012-11-06	8,27	8,30	9,39	-11,6%	-	43,6	49,7	21,4
J.W.C.	Redukuj	2012-08-01	4,22	4,00	4,00	0,0%	11,3	11,6	15,1	16,4
PA NOVA	Kupuj	2012-09-11	15,49	22,90	17,97	27,4%	9,8	8,0	15,8	9,5
POLNORD	Trzy maj	2012-12-10	10,69	11,10	10,44	6,3%	15,5	22,5	6,4	16,2
ROBYG	Trzy maj	2012-12-10	1,48	1,45	1,47	-1,4%	11,5	12,7	11,2	12,1

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
AGORA	Trzymaj	Trzymaj	10,30	2012-12-09
ALCHEMIA	Trzymaj	Kupuj	4,90	2012-11-16
BBI DEVELOPMENT	Akumuluj	Akumuluj	0,42	2012-12-09
BORYSZEW	Trzymaj	Trzymaj	0,56	2012-12-09
BZ WBK	Akumuluj	Trzymaj	260,00	2012-12-09
CEZ	Trzymaj	Redukuj	109,20	2012-11-30
CIECH	Kupuj	Kupuj	28,10	2012-11-13
CINEMA CITY	Akumuluj	Trzymaj	36,50	2012-12-09
COMARCH	Redukuj	Redukuj	65,20	2012-12-09
CYFROWY POLSAT	Trzymaj	Redukuj	15,60	2012-12-09
DOM DEVELOPMENT	Redukuj	Trzymaj	27,80	2012-11-21
ELEKTROBUDOWA	Trzymaj	Trzymaj	113,10	2012-11-21
ENEA	Akumuluj	Kupuj	17,55	2012-11-30
GETIN NOBLE BANK	Akumuluj	Trzymaj	1,90	2012-12-09
HANDLOWY	Trzymaj	Redukuj	96,00	2012-12-09
ING BSK	Trzymaj	Trzymaj	93,00	2012-12-09
IMPEXMETAL	Kupuj	Kupuj	4,20	2012-12-09
JSW	Akumuluj	Kupuj	104,00	2012-12-04
KREDYT BANK	Kupuj	Akumuluj	18,80	2012-12-09
LW BOGDANKA	Akumuluj	Akumuluj	143,80	2012-12-04
MILLENNIUM	Akumuluj	Trzymaj	4,80	2012-12-09
MOL	Trzymaj	Redukuj	254,57	2012-12-06
PEKAO	Trzymaj	Trzymaj	170,00	2012-12-09
PGE	Trzymaj	Kupuj	18,10	2012-11-30
PGNiG	Trzymaj	Redukuj	4,25	2012-12-05
PKO BP	Akumuluj	Trzymaj	40,00	2012-12-09
POLNORD	Trzymaj	Kupuj	11,10	2012-12-09
PZU	Akumuluj	Trzymaj	435,00	2012-12-04
ROBYG	Trzymaj	Trzymaj	1,45	2012-12-09
TAURON	Kupuj	Kupuj	6,16	2012-11-30
TPSA	Akumuluj	Trzymaj	13,30	2012-11-26
TVN	Akumuluj	Trzymaj	10,30	2012-12-09
ZUE	Trzymaj	Trzymaj	6,20	2012-11-21

Zmiany rekomendacji w Strategii 2013

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
AB	Akumuluj	Akumuluj	22,3	2012-12-10
ACTION	Akumuluj	Akumuluj	23,8	2012-12-10
ALCHEMIA	Trzymaj	Trzymaj	5,1	2012-12-10
ASBIS	Trzymaj	Trzymaj	2,68	2012-12-10
ASSECO POLAND	Trzymaj	Trzymaj	43,7	2012-12-10
ASTARTA	Kupuj	Kupuj	76,9	2012-12-10
BUDIMEX	Trzymaj	Akumuluj	66,8	2012-12-10
CIECH	Kupuj	Kupuj	28,3	2012-12-10
DOM DEVELOPMENT	Sprzedaj	Redukuj	27,8	2012-12-10
ECHO	Akumuluj	Akumuluj	5,8	2012-12-10
FAMUR	Redukuj	Redukuj	4,2	2012-12-10
KERNEL	Trzymaj	Trzymaj	61,2	2012-12-10
KĘTY	Redukuj	Trzymaj	126,7	2012-12-10
KGHM	Kupuj	Kupuj	204	2012-12-10
KOPEX	Redukuj	Redukuj	16,2	2012-12-10
KRUK	Kupuj	Kupuj	51,5	2012-12-10
LOTOS	Trzymaj	Akumuluj	37,4	2012-12-10
NETIA	Akumuluj	Redukuj	5,4	2012-12-10
POLICE	Redukuj	Trzymaj	10,9	2012-12-10
ROVESE	Trzymaj	Trzymaj	1,5	2012-12-10
SYGNITY	Akumuluj	Akumuluj	15,5	2012-12-10
ZA PUŁAWY	Trzymaj	Trzymaj	123,4	2012-12-10
ZUE	Akumuluj	Trzymaj	6,6	2012-12-10

Statystyka rekomendacji

Statystyka	Wszystkie					Dla emitentów związanych z DI BRE Bankiem S.A.				
	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
liczba	1	7	26	16	11	0	0	11	9	6
procent	1,6%	11,5%	42,6%	26,2%	18,0%	0,0%	0,0%	42,3%	34,6%	23,1%

Sektor finansowy

- Uważamy, że rok 2013, a w szczególności pierwsze półrocze, będzie wymagający dla sektora bankowego, głównie ze względu na postępujące spowolnienie gospodarcze.
- Oczekujemy, że negatywne trendy będą widoczne przede wszystkim po stronie przychodowej: prognozujemy dalsze spowolnienia akcji kredytowej, zarówno w detalu (spadek sprzedaży kredytów hipotecznych) jak i w korporacji, presję na marżę odsetkową wynikającą ze spadających rynkowych stóp procentowych oraz spadający R/R wynik prowizyjny z powodu obniżenia opłaty interchange.
- Zakładamy, że wraz z odbiciem gospodarczym oczekiwanym w drugim półroczu, zaczną poprawiać się również wyniki banków z powodu: 1) odrodzenia się popytu na kredyt korporacyjny wraz z cyklicznym wzrostem inwestycji, 2) wzrostu popytu na kredyt detaliczny stymulowany przez środowisko niskich stóp procentowych, 3) stabilizacji, a później cyklicznej poprawy marży odsetkowej wraz z zakończeniem procesu obniżek stóp procentowych, 4) oczekiwanego umocnienia się PLN względem EUR oraz umocnienie się EUR względem CHF.
- Mimo ciągle panującej niepewności, sądzimy, że opłata ostrożnościowa (tzw. podatek bankowy), jeżeli zostanie wprowadzony to dopiero w 2014 kiedy oczekujemy znaczącej poprawy rentowości sektora.
- Sektor ubezpieczeniowy również zostanie dotknięty spowolnieniem gospodarczym, głównie przez wolniejszy wzrost (lub nawet przejściowe spadki) składki przypisanej brutto, zarówno w ubezpieczeniach majątkowych (głównie produkty komunikacyjne) jak i życiowych (ubezpieczenia indywidualne).
- Uważamy, że podwyższony poziom konkurencyjności w sektorze zarządzania wierzytelnościami będzie się również utrzymywał w 2013. Pomimo tego, naszym zdaniem Kruk będzie nadal w stanie dostarczyć pozytywną dynamikę zysku netto.

Kluczowe rekomendacje: PKO BP (Akumuluj), Millennium (Akumuluj), PZU (Akumuluj)

Naszym zdaniem, układ czynników wzrostu akcji kredytowej w sektorze w 2013 ulegnie zmianie względem 2012 we wszystkich kategoriach poza kredytami hipotecznymi. Sądzimy, że dynamika portfela denominowanego w PLN utrzyma się na wysokim poziomie, chociaż nie wykluczamy, że sprzedaż kredytów mieszkaniowych ogółem spadnie R/R. W ramach walutowych kredytów hipotecznych, uważamy, że będzie kontynuowany proces amortyzacji portfela. Sądzimy, że wraz ze spadkiem nakładów na inwestycje w gospodarce, dynamika wzrostu kredytów korporacyjnych w 2013 będzie ujemna (-4% R/R) względem silnego 5% R/R wzrostu oczekiwanego w 2012. Z drugiej strony, sądzimy że znacząco przyspieszy wzrost detalicznych kredytów nie-mieszkaniowych do 8% R/R głównie konsumpcyjnych.

Zakładamy, że rozpoczęty cykl rozluźniania polityki pieniężnej będzie kontynuowany do połowy 2013, co będzie negatywnie odbijać się na marży odsetkowej banków. Zakładamy jej średni spadek o 20p.b. R/R, co naszym zdaniem przełoży się na 4% ubytek R/R wyniku odsetkowego. Zakładamy również że negatywny trend w wyniku prowizyjnym będzie kontynuowany, głównie z powodu niższej opłaty *interchange*. Podsumowując, zakładamy 4% średni spadek przychodów ogółem. Po stronie kosztowej, oczekujemy średnio płaskich kosztów operacyjnych R/R oraz utrzymania na niezmiennym, lecz wysokim, poziomie kosztu ryzyka. Przy takich założeniach, prognozujemy 13% spadek R/R wyniku netto w 2013. Z drugiej strony, uważamy że wyniki w 2014 mogą się odbić dynamicznie (+13% R/R), nawet pomimo wprowadzenia podatku bankowego ze stawką 0,05%.

Ponieważ uważamy, że ryzyko rozlania się spowolnienia gospodarczego z pierwszego półrocza 2013 na kolejne kwartały nie zwiększa się, sądzimy, że rynek może do pewnego stopnia zignorować słabe wyniki nadchodzących 2-3 kwartałów i koncentrować się na późniejszej sile odbicia zarówno gospodarki, jak i zysków poszczególnych banków. W konsekwencji zalecamy akumulowanie banków z relatywnie wyższą betą, czyli PKO BP, Millennium oraz Getin Noble Bank oraz utrzymanie naturalnej pozycji w Pekao, ING BSK oraz Handlowym. Ponadto, uważamy że w perspektywie roku 2014 interesująca również wydaje się inwestycja w walory BZ WBK, tym bardziej jeżeli odbędzie się poprzez Kredyt Bank. W 2014 połączony bank nie będzie tylko korzystał z oczekiwanego ożywienia w gospodarce, ale dodatkowo będzie odnosił pierwsze znaczące synergije płynące z fuzji.

Na naszych konserwatywnych prognozach zysku netto, polskie banki notowane są na wskaźniku P/E w wysokości 15,1x na 2013 i 13,2x na 2014, co może wydawać się mało atrakcyjne. Są one notowane nie tylko ze znaczącą premią względem banków tureckich (56%) i wybranych podmiotów prowadzących działalność w krajach CEE innych niż Polska (50-67%), ale również względem własnej średniej za ostatnie dwa lata (22-33%). Niemniej jednak, podkreślamy negatywną korelację między rentowością długoterminowych obligacji skarbowych oraz poziomem wskaźnika P/E oraz fakt, że historycznie premia polskich banków względem innych podmiotów z Europy Wschodzącej była nawet znacząco większa.



BZ WBK (Akumuluj)

Cena bieżąca: 239,4 PLN Cena docelowa: 270 PLN

Analityk: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	2 949,9	3 218,7	9,1%	3 094,9	-3,8%	3 089,0	-0,2%	Liczba akcji (mln)	74,6
Marża odsetkowa	3,1%	3,2%		3,0%		2,9%		MC (cena bieżąca)	17 868,2
WNDB	5 079,5	5 319,4	4,7%	5 400,8	1,5%	5 288,1	-2,1%	Free float	3,7%
Wynik operacyjny*	2 476,9	2 524,3	1,9%	2 769,4	9,7%	2 709,3	-2,2%		
Zysk brutto	1 591,9	1 973,6	24,0%	2 098,2	6,3%	1 855,7	-11,6%		
Zysk netto	1 160,2	1 511,6	30,3%	1 598,3	5,7%	1 440,6	-9,9%		
ROE	12,9%	15,2%		14,2%		11,6%		Zmiana ceny: 1m	0,4%
P/E	19,3	14,8		11,2		15,5		Zmiana ceny: 6m	3,0%
P/BV	2,4	2,1		1,9		1,7		Zmiana ceny: 12m	4,0%
DPS	3,1	7,3		6,2		7,2		Max (52 tyg.)	240,0
Dywidenda (%)	1,3	3,1		2,6		3,0		Min (52 tyg.)	211,6

* przed kosztami rezerw



Po tym jak KNF wydał zgodę na połączenie z Kredyt Bankiem, zmaterializował się ostatni niezbędny warunek do przeprowadzenia fuzji. W naszych prognozach podtrzymujemy założenie, że od początku 2013 będziemy mieć do czynienia z połączonym bankiem, trzecim największym w kraju. Naszym zdaniem początek 2013 będzie wyzwaniem dla „nowego” BZ WBK nie tylko ze względu na toczące się procesy integracyjne, ale również z powodu słabego otoczenia makroekonomicznego. Sądzymy, że sytuacja może ulec znaczącej poprawie w drugiej połowie roku, kiedy połączony bank zacznie odnotowywać pierwsze synergii z tytułu fuzji. Ponieważ materialnych synergii oczekujemy dopiero w okresie 2014-2015, uważamy, że tempo poprawy zysku netto poczynając od 2014 może być znacząco wyższe niż średnia w sektorze, prognozujemy 20% R/R w BZ WBK (z czego +4p.p. wynika z synergii) względem średniej w sektorze na poziomie 13% R/R. BZ WBK notowany jest na atrakcyjnym poziomie wskaźnika 2014 P/E w wysokości 12,9x. Uważamy, że 11% dyskonto względem średniej dla banków z WIG20 powinno ulec zawężeniu, szczególnie po tym jak BZ WBK najprawdopodobniej zastąpi w tym indeksie Handlowego. Nasza 9-miesięczna cena docelowa na poziomie 270 PLN wskazuje na 13% potencjał wzrostu kursu, dlatego też podtrzymujemy rekomendację Akumuluj.

1H 2013 obciążona znaczną liczbą wydarzeń korporacyjnych

W lutym 2012 Santander oraz KBC poinformowały, że zamierzają przeprowadzić fuzję BZ WBK z Kredyt Bankiem. Plan połączenia zakłada emisję 18,9 mln nowych akcji BZ WBK oraz ich wymianę na istniejące akcje Kredyt Banku po następującym parytecie: 6,96 akcji BZ WBK za 100 akcji Kredyt Banku. 4 grudnia 2012 KNF wydał ostatnią niezbędną zgodę na połączenie obu banków. Przy założeniu, że do rejestracji połączenia w sądzie dojdzie jeszcze w 2012 (zgodnie z wcześniejszymi oczekiwaniami), do wymiany akcji dojdzie niedługo później, najprawdopodobniej na początku stycznia 2013. W dalszej kolejności należy spodziewać się kroków ze strony KBC i Santandera mających na celu wypełnienie zobowiązań KNF dotyczących free float'u (25% do końca 1Q 2013), co przejściowo może być obciążeniem dla kursu BZ WBK. Z drugiej strony, po tym jak już ten warunek zostanie spełniony, walory banku mają szansę ponownie wejść do skład indeksu WIG 20 oraz do indeksów regionalnych, w tym MSCI, co dodatkowo zwiększy ich atrakcyjność.

W 2013 marża odsetkowa będzie spadać w dotychczasowym BZ WBK, ale powinna się znacząco poprawić w Kredyt Banku

Uważamy, że marża odsetkowa w dotychczasowym BZ WBK byłaby pod znaczącą presją w trakcie 2013 (-31p.b. R/R do 3,5%) z powodu dużego udziału bieżących rachunków detalicznych w bazie depozytowej banku. Z drugiej strony, zakładamy że marża w Kredyt Bank mogłaby się dynamicznie odbudować (+23p.b. R/R do 2,1%), pomimo otoczenia spadających stóp procentowych. Per saldo, naszym zdaniem połączony bank wykaże się jednym z lepszych wyników w sektorze, ponieważ jego marża na bazie pro forma obniży się tylko o 9p.b. R/R do 2,9%, dzięki czemu wynik odsetkowy będzie płaski R/R.

Prognozujemy 1,4 mld PLN zysku netto w 2013 dla połączonego banku; 2 mld PLN spodziewamy się dopiero w 2015

Chociaż oczekujemy, że zysk netto dotychczasowego BZ WBK obniży się aż o 16% w 2013, spadek ten zostanie w jakimś stopniu zamortyzowany przez oczekiwaną poprawę wyników w Kredyt Banku (+5% R/R) oraz prognozowane pierwsze synergii kosztowe wynikające z fuzji. W konsekwencji, spodziewamy się, że w 2013 połączony bank wygeneruje zysk na poziomie 1 441 mln PLN, -10% R/R na bazie pro forma. Oczekujemy, że w 2014 wynik poprawi się znacząco, bo aż o 20% R/R do 1 727 mln PLN nie tylko dzięki ożywieniu gospodarczemu, ale również dzięki dalszym pozytywnym efektem synergii.



Getin Noble Bank (Akumuluj)

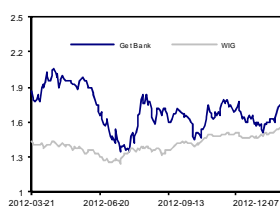
Cena bieżąca: 1,77 PLN Cena docelowa: 1,9 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	1 052,5	1 369,4	30,1%	1 329,6	-2,9%	1 270,0	-4,5%	Liczba akcji (mln)	2 245,5
Marża odsetkowa	2,8%	2,8%		2,4%		2,2%		MC (cena bieżąca)	3 974,6
WNDB	2 253,0	2 411,2	7,0%	2 182,4	-9,5%	2 182,7	0,0%	Free float	44,3%
Wynik operacyjny*	1 524,3	2 113,0	38,6%	1 463,2	-30,8%	1 377,5	-5,9%		
Zysk brutto	467,0	903,4	93,4%	461,5	-48,9%	444,7	-3,6%		
Zysk netto	450,1	778,0	72,8%	375,0	-51,8%	348,2	-7,1%		
ROE	14,6%	21,4%		8,7%		7,2%		Zmiana ceny: 1m	8,1%
P/E	8,8	5,1		12,5		13,5		Zmiana ceny: 6m	28,1%
P/BV	1,2	1,0		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	2,1
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	1,3

* przed kosztami rezerw



Uważamy, że w dłuższym horyzoncie inwestycyjnym i przy pozytywnym scenariuszu rynkowym, inwestycja w walory Getin Noble Banku może okazać się najatrakcyjniejsza względem pozostałych banków przez nas analizowanych. Na naszej prognozie zysku netto na 2014 w wysokości 446 mln PLN, Spółka jest notowana na wskaźniku P/E w wysokości 10,3x, czyli z 26% dyskontem względem średniej dla sektora oraz z 20% dyskontem względem Millennium, drugiego najtańszego banku w Polsce. Niemniej jednak w krótszej perspektywie, przy możliwej zmienności kursu złotego w 1Q 2013, walory banku również mogą podlegać dużym wahaniom. Ponadto, wśród spółek sektora finansowego przez nas analizowanych, jego wyniki w perspektywie najbliższych 2-3 kwartałów są obciążone największym ryzykiem niepewności, szczególnie w odniesieniu do strony przychodowej (wynik odsetkowy jak i prowizyjny). Nasza 9-miesięczna cena docelowa na poziomie 1,9 PLN wskazuje na 10% potencjału wzrostu kursu i warunkuje rekomendację Akumuluj.

Koszty finansowanie niezmiennie największym wyzwaniem dla banku

Chociaż Getin Noble Bank ma bardzo dużo depozytów terminowych ze stałym oprocentowaniem z terminem zapadalności powyżej 3 miesięcy (ok 33% bazy depozytowej), które - w środowisku spadających stóp procentowych - będą wywierać presję na marżę depozytową, sądzimy, że jego marża odsetkowa w 2013 spadnie na równi ze średnią w sektorze, czyli o 19p.b. R/R do 2,2%. Oczekujemy dwóch pozytywnych czynników. Po pierwsze, zwracamy uwagę na efekt niskiej bazy 2012 (marża obniżyła się o 43p.b. R/R względem tylko 10p.b. spadku średnio w sektorze), a po drugie zakładamy umacnianie się PLN względem CHF w średnim terminie i długim terminie.

Umacniający się PLN względem CHF wpływa pozytywnie na koszt ryzyka...

W perspektywie roku 2013 zakładamy, że PLN względem CHF umocni się o 6% do 3,20 na koniec roku, co powinno pozytywnie przełożyć się na poziom odpisów na portfel kredytów hipotecznych. Nie tylko „ulży” on kredytobiorcom (niższa rata) ale również pozwoli stopniowo rozwiązywać część wcześniej utworzonych rezerw. Spadek wartości zagrożonego kredytu hipotecznego poniżej 1 mln PLN automatycznie klasyfikuje go do kredytów ocenianych portfelowo (a nie indywidualnie), a te wymagają relatywnie mniejszego obrezerwowania. Zwracamy uwagę, że od 3Q 2011 bank stopniowo z kwartału na kwartał zmniejszał poziom kwartalnych odpisów na hipoteki ostatecznie osiągając poziom 157 mln PLN w 3Q 2012, co daje 191p.b. kosztu ryzyka względem 333p.b. w 3Q 2011. Sądzimy, że ten trend może przejściowo zostać zatrzymany na przełomie 2012 i 2013, jednak w kolejnych kwartałach oczekujemy jego kontynuacji. W 2012 za kwartalną zmienność salda rezerw odpowiadały odpisy na portfel kredytów konsumenckich, co również może mieć miejsce w trakcie 2013. W naszych prognozach zakładamy, że koszt ryzyka w 2013 poprawi się o 25p.b. R/R do 210p.b.

... mimo to, oczekujemy tylko 348 mln PLN zysku w 2013

Chociaż Getin Noble Bank jest tylko jednym z trzech banków, dla których zakładamy poprawę kosztu ryzyka w 2013, nawet pomimo oczekiwanego spowolnienia gospodarczego, fakt ten nie przełoży się znacząco na poziom zysku netto. Przy prognozie spadku odpisów o 7% R/R, naszym zdaniem raportowany zysk netto spadnie o 7% R/R do 348 mln PLN. Wynika to z oczekiwanego 4% spadku R/R przychodów. Po pierwsze, w chwili obecnej nie zakładamy, że bank dokona kolejnej dezinvestycji (po sprzedaży udziałów w TU Europie w 2011 i Idei Banku w 2012). Po drugie, prognozujemy 4% spadek R/R wyniku odsetkowego z powodu presji na marżę odsetkową. W końcu, zakładamy również spadkowy R/R wynik prowizyjny.



Handlowy (Trzymaj)

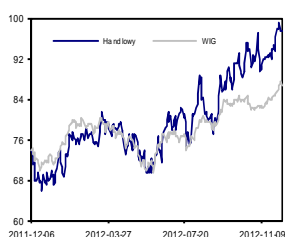
Cena bieżąca: 100 PLN Cena docelowa: 96 PLN

Analityk: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	1 498,8	1 434,4	-4,3%	1 505,0	4,9%	1 446,7	-3,9%	Liczba akcji (mln)	130,7
Marża odsetkowa	4,0%	3,6%		3,6%		3,6%		MC (cena bieżąca)	13 066,0
WNDB	2 564,8	2 416,3	-5,8%	2 751,4	13,9%	2 461,4	-10,5%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	1 184,4	996,6	-15,9%	1 283,0	28,7%	1 086,0	-15,4%		
Zysk brutto	942,6	921,5	-2,2%	1 198,8	30,1%	981,7	-18,1%		
Zysk netto	754,8	736,4	-2,4%	956,6	29,9%	785,3	-17,9%		
ROE	11,9%	11,4%		14,0%		10,8%		Zmiana ceny: 1m	8,3%
P/E	17,3	17,7		13,7		16,6		Zmiana ceny: 6m	32,0%
P/BV	2,0	2,0		1,8		1,8		Zmiana ceny: 12m	36,6%
DPS	3,8	5,7		2,8		5,5		Max (52 tyg.)	99,0
Dywid (%)	3,8	5,7		2,8		5,5		Min (52 tyg.)	66,0

* przed kosztami rezerw



Chociaż spodziewamy się dość drastycznego jak na bank o defensywnym bilansie, spadku zysków netto w 2013 o 18% R/R do 785 mln PLN, sądzimy, że rynek może ignorować tę kwestię dopóty nie odwróci się spadkowy trend na rentowości długoterminowych obligacji skarbowych. Dodatkowo, pomimo wymagającej wyceny na wskaźniku P/E - 16,2x na 2013 i 15,5x na 2014 (z 9% i 20%, odpowiednio premią względem spółek porównywalnych), dostrzegamy ryzyka, że inwestorzy przejściowo mogą przywiązywać większą uwagę do wysokiej dywidendy (5,6% yieldu) jaką Spółka może wypłacić z rekordowego zysku za 2012. Zwracamy uwagę, że PZU przy porównywalnej skali prognozowanego spadku zysku netto w 2013, oferuje nie tylko wyższą stopę dywidendy (bo aż 6,4%) ale również jest notowane na niższym wskaźniku P/E (z 25% poniżej na 2013 P/E).

Duży portfel papierów dłużnych będzie amortyzował presję na marżę odsetkową powodowaną przez spadki rynkowych stóp procentowych

Handlowy jest bankiem z jednym z najbardziej płynnych bilansów wśród banków przez nas analizowanych, wskaźnik kredyty/depozytów wyniósł na koniec września 2012 jedynie 80%. Dodatkowo, bank przy współczynniku wypłacalności na poziomie 17,6% ma ok. 1,6 mld PLN nadwyżkowego kapitału (ponad współczynnik na poziomie 12%). Oznacza to, że cała nadwyżkowa płynność i kapitał (w sumie ponad 5 mld PLN) jest lokowana głównie w dłużne papiery wartościowe. Fakt, że generują one względnie stabilną nominalną stopę zwrotu, stabilizuje marżę odsetkową w środowisku spadających stóp procentowych. W konsekwencji oczekujemy jedynie 8p.b. spadku R/R marży odsetkowej w 2013 do 3,6%.

W 2012 bank zaskoczył rynek skalą zysków na sprzedaży obligacji; po 3Q 2012 dalszy potencjał jest mniejszy niż w ING BSK czy 'nowym' BZ WBK

Zmaterializowane zyski z portfela obligacji dostępnych do sprzedaży w pierwszych dziewięciu miesiącach 2012 wyniosły w sumie aż 217 mln PLN i odpowiadały za 43% wyniku handlowego, 10% przychodów ogółem oraz 24% zysku brutto. Oznacza to, że były one średnio w kwartale aż o 3,7x wyższe niż średnia za okres 2009-2011 (19,6 mln PLN średnio kwartalnie). Jednocześnie na koniec września 2012 kapitał z aktualizacji wyceny dłużnych instrumentów finansowych dostępnych do sprzedaży wynosił 85 mln PLN. Chociaż wartość ta stanowi aż 11% naszej prognozy zysku netto na 2013, w porównaniu do ING BSK (37%) czy 'nowego' BZ WBK (29%), jest to relatywnie mały odsetek. Podczas gdy te banki mogą po prostu spieniężyć te zyski (tak jak robił to Handlowy do tej pory), naszym zdaniem Handlowy aby móc dalej pozytywnie zaskakiwać rynek potrzebuje spadających rentowości lub/i aktywnego zarządzania portfelem.

Handlowy przeprowadził restrukturyzację w 2012, która wpłynie na wyniki w kolejnych okresach

Wśród banków przez nas analizowanych, Handlowy na razie jako jedyny zdecydował się przeprowadzenie restrukturyzacji, które wiązało się z zamykaniem punktów obsługi klienta i redukcją zatrudnienia. Bezpośrednim efektem tych działań jest spadek kosztów operacyjnych. Po wynikach za 3Q 2012 Zarząd banku obniżył swoje średnio-kwartalne oczekiwania do 340-350 mln PLN z 350-370 mln PLN poprzednio. W konsekwencji spodziewamy się spadku kosztów operacyjnych w 2013 o 6% R/R (lub o 3% po wykluczeniu rezerw restrukturyzacyjnych). Średnioterminowym efektem restrukturyzacji będzie ewolucja udziałów rynkowych w segmencie detalicznych kredytów nie-mieszaniowych, który naszym zdaniem będzie dalej pod presją.



ING BSK (Trzymaj)

Cena bieżąca: 90 PLN Cena docelowa: 93 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	1 627,6	1 851,5	13,8%	2 053,7	10,9%	2 060,2	0,3%	Liczba akcji (mln)	130,1
Marża odsetkowa	2,6%	2,8%		2,9%		2,7%		MC (cena bieżąca)	11 709,0
WNDB	2 682,5	2 895,5	7,9%	3 166,3	9,4%	3 134,6	-1,0%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	1 096,5	1 248,7	13,9%	1 356,8	8,7%	1 330,4	-1,9%		
Zysk brutto	934,1	1 117,5	19,6%	1 016,0	-9,1%	978,4	-3,7%		
Zysk netto	753,1	880,1	16,9%	833,1	-5,3%	782,7	-6,1%		
ROE	14,3%	14,6%		11,9%		9,8%		Zmiana ceny: 1m	7,1%
P/E	15,5	13,3		14,1		15,0		Zmiana ceny: 6m	15,3%
P/BV	2,1	1,8		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m	17,2%
DPS	0,0	1,5		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	90,5
Dyield (%)	0,0	1,7		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	72,1

* przed kosztami rezerw



Na naszych prognozach zysku netto na lata 2013-2014, Spółka notowana jest na neutralnym poziomie wskaźnika P/E w wysokości 15,0x na 2013 i 13,6x na 2014, czyli z 1% dyskontem na 2013 i 3% premią na 2014 względem średniej dla banków przez nas analizowanych. Podtrzymujemy naszą wcześniejszą opinię, że bank ma bezpieczny bilans, co uchroni go naszym zdaniem przed znaczącym spadkiem zysków w 2013. Z drugiej strony, brakuje nam argumentów, które pozwoliłyby oczekiwać, że w 2014 wynik netto odbije się przynajmniej równie mocno jak średnio w sektorze. Obecnie bank ma jeden z wyższych wskaźników kosztów/dochodów, co naszym zdaniem związane jest z niską na tle grupy porównawczej marżowością aktywów. Sądymy, że przy wskaźniku kredyty/depozytów na poziomie ok. 90% dalszy proces konwersji portfela obligacji na wyżej rentowne kredyty wspierający poprawę marży odsetkowej jest ograniczony. Uważamy, że intencją Zarządu jest utrzymanie go poniżej 100%, co implikuje, że dalszy wzrost kredytów będzie stymulowany przez przyrost depozytów.

Marża odsetkowa pod mniejszą presją w 2013 niż średnia w sektorze...

Ponieważ ING BSK konsekwentnie utrzymuje wskaźnik kredyty/depozytów poniżej 90% oraz ponieważ jego baza depozytowa jest głównie zbudowana o depozyty terminowe z terminem zapadalności do trzech miesięcy (ok 60%), uważamy że oczekiwane spadki stóp procentowych będą miały umiarkowanie negatywny wpływ na jego marżę odsetkową. Prognozujemy tylko 13p.b. R/R spadku w 2013 do 2,7%. W konsekwencji sądzimy, bank jako jeden z niewielu (obok Pekao oraz 'nowego' BZ WBK) będzie mógł wykazać się płaskim wynikiem odsetkowym w 2013.

... ale i tak nie uda się utrzymać poziomu zysku netto z 2012

Chociaż bilans banku ma charakter defensywny (niski wskaźnik kredyty/depozytów), a wynik netto za 2012 nie został wsparty realizacją zysków z obligacji dostępnych do sprzedaży, uważamy że ING BSK nie uda się powtórzyć w 2013 poziomu zysku netto z 2012. Prognozujemy 6% spadek do 783 mln PLN wynikający po trochu z lekkiego spadku przychodów (wynik prowizyjny oraz handlowy) a po trochu z lekkiego wzrostu salda rezerw. W 2014 oczekujemy zysku netto w wysokości 860 mln PLN, czyli wzrostu o 10% R/R dzięki przyrostowi przychodów podstawowych oraz marginalnemu spadku odpisów.

Wyniki w trakcie 2013 mogą być znacząco poprawione przez realizację zysków na obligacjach

Na koniec września 2012, skumulowane kapitały z aktualizacji wyceny dłużnych papierów wartościowych dostępnych do sprzedaży wyniosły aż 291 mln PLN, co stanowi aż 37% prognozowanego przez nas zysku netto na 2013. Podobnie jak w innych spółkach nie uwzględniamy tych zysków w naszych prognozach na 2013, chociaż zauważamy że ten odsetek jest największy wśród banków przez nas analizowanych. Gdyby ING BSK zdecydował się sprzedać te obligacje, zyski te znacząco mogłyby poprawić perspektywę rentowości w następnym roku.

Brak dywidendy negatywnie wpływa na rentowość kapitałów własnych

Na koniec września 2012 współczynnik wypłacalności wyniósł 13,7% i chociaż jest na bardzo bezpiecznym poziomie, jest poniżej średniej dla banków przez nas analizowanych. Jednym z powodów tej sytuacji jest fakt, że bank przejściowo stosuje niekorzystną dla siebie formułę jego liczenia. Współczynnik liczony w oparciu o metodę zaawansowaną (docelową dla banku) wyniósł aż 15,2%. Dopóki ING BSK nie będzie mógł korzystać w pełni z tego rozwiązania, dopóty najprawdopodobniej nie będzie płacił dywidend, których brak negatywnie wpływa na ROE i w konsekwencji na naszą wycenę.



Kredyt Bank (Kupuj)

Cena bieżąca: 16,56 PLN Cena docelowa: 18,8 PLN

Analityk: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	1 127,8	1 150,1	2,0%	812,7	-29,3%	946,3	16,4%	Liczba akcji (mln)	271,7
Marża odsetkowa	2,7%	2,7%		1,9%		2,1%		MC (cena bieżąca)	4 498,7
WNDB	1 588,4	1 546,3	-2,7%	1 461,3	-5,5%	1 561,3	6,8%	Free float	20,0%
Wynik operacyjny*	703,5	626,0	-11,0%	597,2	-4,6%	694,9	16,4%		
Zysk brutto	234,7	431,1	83,7%	404,7	-6,1%	374,2	-7,5%		
Zysk netto	185,9	327,2	76,0%	275,2	-15,9%	288,2	4,7%		
ROE	6,9%	11,1%		8,4%		8,0%		Zmiana ceny: 1m	4,2%
P/E	24,2	13,7		16,3		15,6		Zmiana ceny: 6m	21,9%
P/BV	1,6	1,5		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	55,5%
DPS	0,0	0,4		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	16,0
Dywid (%)	0,0	2,2		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	9,0

* przed kosztami rezerw



W przeciwieństwie do pozostałych wycen banków przez nas analizowanych, wycena Kredyt Bank nie jest oparta o model wyceny zysków rezydualnych, ale o zatwierdzony przez akcjonariuszy obu banków parytet wymiany akcji Kredyt Banku na akcje BZ WBK. Zgodnie z nim, każdy akcjonariusz Kredyt Banku za każde swoje 100 akcji otrzymają 6,96 nowych akcji BZ WBK. Ponieważ nasza wycena „nowego” BZ WBK wynosi 270 PLN, zgodnie z parytetem wymiany wyznaczamy cenę docelową dla walorów Kredyt Banku na poziomie 18,8 PLN. Ponieważ ryzyko wzrostu kursu od obecnego poziomu ceny rynkowej wynosi 19%, utrzymujemy naszą rekomendację Kupuj, chociaż dopuszczamy scenariusz, w którym część tego wzrostu może zostać zrealizowana dopiero po konwersji akcji. Pomimo, że KNF wydał już zgodę na połączenie banków, nawet bieżąca wycena Kredyt Banku jest z 6% dyskontem do bieżącej wyceny BZ WBK. Uważamy, że ta nieefektywność rynku może wynikać z obecnej ograniczonej płynności na obu walorach, co powinno ulec znaczącej poprawie po tym jak połączone bank znacząco zwiększy swój free float (do przynajmniej 25%) najprawdopodobniej w pierwszym kwartale 2013.

Cena finansowania hurtowego KBC nadal jest niewiadomą

W lutym 2012 KBC poinformowało, że przez trzy lata od momentu połączenia obu banków utrzyma część swojego finansowania dla walutowego portfela kredytowego Kredyt Bank. W pierwszym roku wyniesie ono 3 mld CHF (połowa w formie kredytu bezpośredniego, a połowa jako swapy), 2,5 mld CHF w drugim i 2,0 mld CHF w trzecim, względem ok. 1,9 mld CHF finansowania bezpośredniego na koniec września 2012. Niewiadomą pozostaje jednak cena tego finansowania względem tej obecnej oraz „przyszłość” długu podporządkowanego, ok. 1 mld PLN.

Oczekujemy znaczącej poprawy wyniku odsetkowego w 2013, ale tylko umiarkowanego zysku netto

Po tym jak w okresie 4Q 2011-2Q 2012 Kredyt Bank prowadził agresywną politykę zbierania depozytów w celu częściowej spłaty finansowania z KBC, kwartalny wynik odsetkowy spadł o skumulowane 40%. W 3Q 2012 był pierwszym kwartałem, w którym nastąpiło stopniowe odbudowywanie marży i wyniku odsetkowego. Zakładamy, że ten proces byłby kontynuowany przez cały 2013, tak aby w 2014 kwartalny wynik odsetkowy mógł powrócić w rejon notowane w pierwszym półroczu 2011. Prognozujemy, że w całym 2013 wynik odsetkowy wzrośnie o 16% R/R, chociaż na rynku oczekujemy spadków względem 2012. Niemniej jednak naszym zdaniem, ta wysoka dynamika nie przełoży się na równie imponujący wzrost zysku netto, ponieważ spodziewamy się wzrostu kosztu ryzyka o 44p.b. do 110p.b. Prognozujemy, że zysk netto w 2013 poprawiłby się o 5% do 288 mln PLN z 275 mln PLN w 2012. Przypominamy, że wynik netto 4Q 2012 jest obciążony dużym ryzykiem błędu. W zależności od tego czy połączenie banków zostanie zarejestrowane w 2012 czy w 2013, bank albo spisie albo przywróci aktywo podatkowe w wysokości 15,6 mln PLN (różnica między tymi dwoma scenariuszami to 30,2 mln PLN zysku netto).



Millennium (Akumuluj)

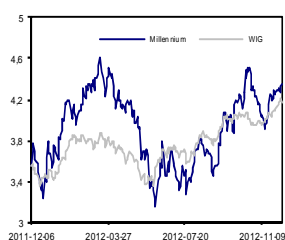
Cena bieżąca: 4,38 PLN Cena docelowa: 4,8 PLN

Analityk: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	1 009,8	1 190,8	17,9%	1 202,9	1,0%	1 103,8	-8,2%	Liczba akcji (mln)	1 213,1
Marża odsetkowa	2,2%	2,4%		2,3%		2,0%		MC (cena bieżąca)	5 313,5
WNDB	1 714,4	1 901,7	10,9%	1 897,0	-0,3%	1 812,7	-4,4%	Free float	34,5%
Wynik operacyjny*	633,0	765,6	20,9%	783,7	2,4%	698,6	-10,9%		
Zysk brutto	407,8	591,1	44,9%	544,5	-7,9%	442,1	-18,8%		
Zysk netto	326,0	466,5	43,1%	432,9	-7,2%	353,7	-18,3%		
ROE	9,5%	10,8%		9,3%		7,2%		Zmiana ceny: 1m	7,4%
P/E	16,3	11,4		12,3		15,0		Zmiana ceny: 6m	20,2%
P/BV	1,3	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	17,6%
DPS	0,0	0,1		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	4,6
Dywid (%)	0,0	2,3		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,2

* przed kosztami rezerw



Chociaż spodziewamy się, że dynamiczny oczekiwany spadek rynkowych stóp procentowych będzie dotkliwy dla wyników Millennium w 4Q 2012 i 1H 2013, ich stabilizacja oraz ponowny wzrost w 2014 powinien przełożyć się na relatywnie mocne tempo odbudowy zysku netto w 2H 2013 i później w trakcie 2014. Chociaż Millennium, obok Getin Noble Banku, jest najbardziej narażone na negatywne konsekwencje potencjalnego wprowadzenia podatku bankowego, sądzimy że w takim scenariuszu bank przeprowadzi serię podwyżek w tabelki opłat i prowizji, które zneutralizują dodatkowe koszty. Chociaż prognozujemy 18% spadku zysku netto w 2013 do 354 mln PLN, spodziewamy się 16% odbicia w 2014 do 411 mln PLN. W oparciu o nasze szacunki na 2014, bank jest notowany na rozsądnym poziomie wskaźnika P/E - 12,8x. Oznacza to aż 12% dyskonta względem banków z WIG20, co naszym zdaniem jest zbyt wysokie.

Spodziewamy się znaczącej presji na marżę odsetkową w 2013 spowodowanej spadkiem rynkowych stóp procentowych

Chociaż Millennium ma wysoki udział depozytów terminowych z terminem zapadalności do 3 miesięcy (czyli tych depozytów, które mogą zostać odnowione w niedalekiej przyszłości z niższym oprocentowaniem; aż 67% bazy depozytowej, najwięcej wśród banków przez nas analizowanych), uważamy, że presja na marżę depozytową w wyniku spadających rynkowych stóp procentowych będzie większa niż średnia w sektorze. Prognozujemy spadek o 27p.b. R/R w 2013 do 2,0%. W konsekwencji, prognozujemy aż 8% spadku wyniku odsetkowego w 2013.

Koszt ryzyka na portfel kredytów hipotecznych nadal jest niewiadomą

Bieżący poziom kosztu ryzyka na portfel kredytów hipotecznych (ok 15p.b.) pozostaje nadal na niebezpiecznie niskim poziomie, szczególnie biorąc pod uwagę fakt, że bank bardzo agresywnie sprzedawał kredyty hipoteczne w latach 2007-2008. Chociaż w naszych prognozach zakładamy, że będzie on systematycznie rósł o 10p.b. R/R do 45p.b. w 2015, przyznajemy że w sytuacji nagłego pogorszenia się jakości tego portfela, te założenie może okazać się zbyt łagodne. Niemniej jednak, jest ono na tyle konserwatywne, że pomimo oczekiwanego odbicia gospodarczego w latach 2014-2015, zakładamy stale zwiększające się saldo odpisów na ryzyko kredytowe.

Nasze prognozy na 2013-2014 postrzegamy jako konserwatywne

Obecnie prognozujemy, że zysk netto w 2013 spadnie o 18% R/R do 354 mln PLN aby później się odbić o 16% w 2014 do 411 mln PLN. Postrzegamy nasze szacunki jako konserwatywne, ponieważ są o 15-16% poniżej obecnego konsensusu rynkowego.

Nowa średnioterminowa strategia banku zakłada raczej nierealistyczny cel na 2015

Wraz z publikacją wyników za 3Q 2012, bank przedstawił zaktualizowaną średnioterminową strategię banku na lata 2013-2015. Jej głównym założeniem jest stała poprawa efektywności i rentowności banku, w czym ma pomóc koncentracja na wyższych marżowych produktach, w tym głównie na kredycie gotówkowym. Celem banku jest osiągnięcie w 2015 wskaźnika koszty/dochodów na poziomie ok 50% oraz zwrotu na kapitale własnym w wysokości 14-15%. W naszej opinii, oba cele finansowe są bardzo wygórowane i uważamy, że ich spełnienie jest raczej nierealne. W naszych prognozach na 2015 przewidujemy wskaźnik koszty/dochodów na poziomie 57%, a zwrot na kapitale własnym w wysokości niespełna 9%.



Pekao (Trzymaj)

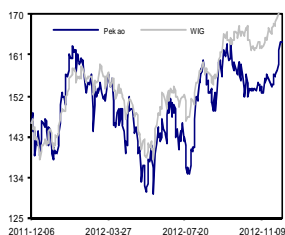
Cena bieżąca: 161 PLN Cena docelowa: 170 PLN

Analityk: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	4 103,7	4 557,9	11,1%	4 784,3	5,0%	4 772,5	-0,2%	Liczba akcji (mln)	262,4
Marża odsetkowa	3,1%	3,2%		3,2%		3,1%		MC (cena bieżąca)	42 243,7
WNDB	7 196,9	7 661,4	6,5%	7 773,4	1,5%	7 553,2	-2,8%	Free float	40,8%
Wynik operacyjny*	3 614,0	4 056,4	12,2%	4 230,9	4,3%	3 972,0	-6,1%		
Zysk brutto	3 101,5	3 592,9	15,8%	3 614,6	0,6%	3 180,8	-12,0%		
Zysk netto	2 525,2	2 899,4	14,8%	2 900,7	0,0%	2 567,0	-11,5%		
ROE	13,1%	14,0%		13,1%		11,1%		Zmiana ceny: 1m	6,6%
P/E	16,7	14,6		14,6		16,5		Zmiana ceny: 6m	15,5%
P/BV	2,1	2,0		1,8		1,8		Zmiana ceny: 12m	13,7%
DPS	2,9	6,8		5,4		8,3		Max (52 tyg.)	164,0
Dywid (%)	1,8	4,2		3,3		5,2		Min (52 tyg.)	130,2

* przed kosztami rezerw



Od połowy października 2012 kurs akcji Pekao zyskał 8%, czyli o 10p.p. więcej niż PKO BP. Pomogły w tym nie tylko lepsze od oczekiwanych wyników kwartalnych za 3Q, ale również obawy o skalę negatywnego wpływu obniżek stóp procentowych na rentowość PKO BP w 2013. W konsekwencji, obecnie premia Pekao względem PKO BP na wskaźniku P/E wynosi aż 18% na 2013 i 24% na 2014. Ponieważ wraz z upływem czasu, naszym zdaniem uwaga rynku przesuwana się z negatywnej perspektywy 1H 2013 na potencjalnie pozytywne trendy, które powinny być obserwowane począwszy od drugiej połowy 2013 i dalej w 2014, relatywna atrakcyjność walorów Pekao może się zmniejszyć. Prognozujemy, że po tym jak zysk netto obniży się o 12% w 2013 do 2 567 mln PLN, wzrośnie jedynie o 8% w 2014 do 2 769 mln PLN. Przy obecnej cenie rynkowej implikuje to wskaźnik P/E na poziomie 16,8x na 2013 i 15,5x na 2014. Naszą wycena na poziomie 170 PLN wskazuje na 4% potencjału wzrostu i warunkuje rekomendację Trzymaj.

Chociaż marża odsetkowa jest jedną z najbardziej defensywnych w sektorze...

Naszym zdaniem marża odsetkowa Pekao jest relatywnie mało „czuła” na zmiany w rynkowych stopach procentowych. Sądymy, że kluczowe są następujące kwestie: 1) korporacyjny charakter bazy depozytowej (ok. 51% względem ok. 37% dla banków przez nas analizowanych), której oprocentowanie z reguły jest oparte na zmiennej stopie procentowej, 2) niski udział depozytów terminowych z terminem zapadalności powyżej 3 miesięcy (ok. 10%) oraz 3) korporacyjny charakter portfela kredytów, których oprocentowanie oparte jest na zmiennej stopie procentowej, a marża może podlegać renegotjacji. Prognozujemy, że marża odsetkowa zawęzi się tylko o 9p.b. R/R do 3,1%.

... prognozowany wyraźny spadek zysku netto w 2013

Chociaż naszym zdaniem wyniki Pekao są mniej wrażliwe na spowolnienie gospodarcze niż średnia dla sektora, zakładamy że zysk netto w 2013 obniży się aż o 12% R/R czyli praktycznie na równi ze średnią oczekiwaną w sektorze. Ponieważ negatywnych trendów w przechodach oczekujemy głównie w wyniku handlowym (236 mln PLN zysków ze sprzedaży obligacji dostępnych do sprzedaży w trakcie 9M 2012), za ten spadek wyniku netto odpowiada wyższe saldo rezerw, a w szczególności kontynuacja niesprzyjającego trendu w portfelu kredytów korporacyjnych. Prognozujemy, że koszt ryzyka wzrośnie o 15p.b. R/R do 85p.b., co niezmiennie jest jednym z niższych wyników w sektorze.

Niezmienny problem z efektywną alokacją kapitału nadwyżkowego

Wysoki współczynnik wypłacalności oraz ok. 8 mld PLN nadwyżkowego kapitału (przy współczynniku wypłacalności na poziomie 12%) może tłumaczyć część premii z jaką Pekao jest notowane względem innych banków. Argument ten jest szczególnie w cenie przy niesprzyjającym sentymencie rynku do sektora. W odwrotnej sytuacji, warto zwrócić uwagę, że niski zwrot z tego kapitału znacząco obniża rentowność całego banku. Dodatkowo, chociaż Zarząd banku podkreśla, że kapitał ten może zostać przeznaczony na akwizycję na lokalnym rynku, dostrzegamy jednocześnie jego niechęć do zakupu aktywów wystawionych na lub potencjalnie dostępnych do sprzedaży.

Najdroższy w sektorze, ale za to z dywidendą

Na naszych prognozach zysku netto, Pekao notowane jest na wskaźniku P/E w wysokości 16,8x na 2013 i 15,5x na 2014, czyli odpowiednio z 13% i 20% premią względem średniej dla sektora. Oznacza to, że jest nawet minimalnie droższy niż Handlowy. Z drugiej strony, przy wypłacie 75% zysku netto z 2012 w formie dywidendy, stopa dywidendy kształtuje się na atrakcyjnym poziomie 5,1%, szczególnie względem obecnej rentowości obligacji skarbowych (4,0%).



PKO BP (Akumuluj)

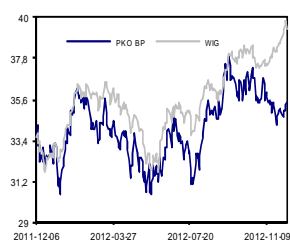
Cena bieżąca: 35,96 PLN Cena docelowa: 40 PLN

Analityk: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	6 516,2	7 609,1	16,8%	7 989,3	5,0%	7 413,1	-7,2%	Liczba akcji (mln)	1 250,0
Marża odsetkowa	4,0%	4,2%		4,2%		3,8%		MC (cena bieżąca)	44 950,0
WNDB	10 021,9	10 999,8	9,8%	11 428,2	3,9%	10 614,5	-7,1%	Free float	56,4%
Wynik operacyjny*	5 948,4	6 731,0	13,2%	7 010,0	4,1%	6 100,4	-13,0%		
Zysk brutto	4 079,2	4 780,9	17,2%	4 661,0	-2,5%	3 884,0	-16,7%		
Zysk netto	3 216,9	3 807,2	18,4%	3 729,8	-2,0%	3 108,3	-16,7%		
ROE	15,4%	17,2%		15,7%		12,3%		Zmiana ceny: 1m	-1,7%
P/E	14,0	11,8		12,1		14,5		Zmiana ceny: 6m	7,3%
P/BV	2,1	2,0		1,8		1,7		Zmiana ceny: 12m	6,8%
DPS	1,9	2,0		1,3		1,5		Max (52 tyg.)	38,0
Dywidenda (%)	5,3	5,5		3,5		4,1		Min (52 tyg.)	30,5

* przed kosztami rezerw



Chociaż prognozujemy aż 17% spadek zysku netto w 2013 do 3,1 mld PLN spowodowany presją na marżę odsetkową w wyniku spadających stóp procentowych, uważamy że fakt ten był dyskutowany przez rynek w końcówce roku 2012. Nawet przy tak konserwatywnej prognozie, walory PKO BP są wyceniane na mało wymagającym poziomie wskaźnika P/E - 14,2x na 2013, z 7% dyskontem do średniej w sektorze i z 15% dyskontem do Pekao. Ponieważ uważamy, że uwaga rynku skupi się na skali odbicia gospodarki i wyników w drugim półroczu 2013 oraz w 2014, naszym zdaniem inwestycja w walory PKO BP jest tym bardziej atrakcyjna. Nasza cena docelowa na poziomie 40 PLN wskazuje na 13% potencjału wzrostu i warunkuje rekomendację Akumuluj.

Marża odsetkowa bardzo wrażliwa na zmiany w poziomie stóp, ale...

Naszym zdaniem wśród banków przez nas analizowanych, PKO BP jest bankiem z najbardziej wrażliwą marżą odsetkową na zmiany rynkowych stóp procentowych. Przy założeniu, że stopa referencyjna zostanie obniżona w sumie o 150p.b. do 3,25%, szacujemy zawężenie się marży banku o 36p.b. R/R w 2013 do 3,8% oraz w konsekwencji spadek wyniku odsetkowego o 6% R/R. Winę za to ponosi marża depozytowa. W ramach bazy depozytowej, PKO BP ma aż 32% praktycznie nieprocentowanych detalicznych depozytów bieżących oraz ok 28% depozytów terminowych z terminem zapadania powyżej 3 miesięcy.

... liczymy na spadek kosztu ryzyka, nawet pomimo spowolnienia wzrostu PKB

Koszt ryzyka w PKO BP w 2012 na poziomie 165p.b., +23p.b. R/R należy uznać za rozczarowujący. Jest to najwyższy poziom w ostatnich dziesięciu latach działalności banku. Jednym z powodów tej sytuacji są dodatkowe rezerwy na spółki sektora budowlanego (w tym Polimex). Uważamy, że mimo postępującego spowolnienia gospodarczego, PKO BP poprawi koszt ryzyka w 2013, głównie z powodu wysokiej bazy banku. Nie bez znaczenia jest również fakt, że obecny Zarząd wielokrotnie wspominał o „wygładzeniu” zmienności wyników banku w trakcie cyklu gospodarczego. Uważamy, że bank wykorzystuje okresy dobrej koniunktury i bardzo wysokiej marży odsetkowej, aby lepiej dorezerwować portfel kredytowy. Dlatego też, naszym zdaniem w okresie presji na marżę odsetkową, nastąpi spadek kosztu ryzyka, który i tak będzie mniejszy niż spadek marży odsetkowej.

Nasze prognozy zysku netto wydają się być konserwatywne

Prognozujemy, że po 2% spadku wyniku netto w 2012, negatywna dynamika przyspieszy do 17% R/R co doprowadzi zysk netto do poziomu 3 108 mln PLN. Ten prognozowany spadek w 2013 wynika przede wszystkim z presji na marżę odsetkową i w konsekwencji szacowany 7% ubytek R/R wyniku odsetkowego. W 2014 oczekujemy odwrotnych tendencji, czyli stopniowej odbudowy marży odsetkowej, przyrostu wyniku odsetkowego o 7% R/R oraz poprawy wyniku netto o 14% do 3 537 mln PLN. Naszym zdaniem, powyższe prognozy są konserwatywne. Są odpowiednio o 19% niższe niż konsensus rynkowy na 2013 i 15% poniżej oczekiwań rynku na 2014.

Aktualizacja średnioterminowej strategii przy okazji publikacji wyników za 2012

Zarząd banku zapowiedział, że pracuje nad aktualizacją średnioterminowej strategii, ponieważ obecna perspektywa kończy się wraz z końcem roku 2012. Spodziewamy się, że jej publikacja nastąpi razem z ogłoszeniem wyników rocznych banku. Przypominamy, że główne cele na 2012 to: ROE powyżej 16%, wskaźnik koszty/dochodów poniżej 45%, książka kredytów i depozytów powyżej 160 mld PLN oraz zysk netto powyżej 4 mld PLN. Chociaż wskaźnik efektywnościowy z całą pewnością zostanie osiągnięty, założenia zyskowości raczej nie, głównie z powodu wolniejszego niż prognozowany wzrostu skali biznesu. Nowa perspektywa będzie najprawdopodobniej sięgać do roku 2015, w którym prognozujemy ROE na poziomie 14% i zysk netto w wysokości 4 mld PLN. Możliwe, że bank również wypowie się też w kwestii potencjalnych przejęć.



PZU (Akumuluj)

Cena bieżąca: 413,7 PLN Cena docelowa: 435 PLN

Analityk: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-04

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Składka brutto:	14 541,0	15 279,3	5,1%	16 155,3	5,7%	16 545,2	2,4%	Liczba akcji (mln)	86,4
majątkowa	8 028,5	8 527,5	6,2%	8 679,5	1,8%	8 813,4	1,5%	MC (cena bieżąca)	35 723,9
życiowa	6 512,5	6 751,8	3,7%	6 751,8	0,0%	7 475,7	10,7%	Free float	64,8%
Wynik techniczny	17 066,7	16 491,2	-3,4%	19 365,0	17,4%	19 121,1	-1,3%		
Zysk brutto	3 029,4	2 907,6	-4,0%	4 506,2	55,0%	3 518,7	-21,9%		
Zysk netto	2 439,2	2 345,4	-3,8%	3 661,0	56,1%	2 862,9	-21,8%		
ROE	20,3%	18,3%		26,8%		19,4%		Zmiana ceny: 1m	4,1%
P/E	14,6	15,2		9,8		12,5		Zmiana ceny: 6m	24,1%
P/BV	2,8	2,8		2,5		2,4		Zmiana ceny: 12m	27,8%
DPS	158,6	26,0		22,4		26,0		Max (52 tyg.)	413,0
Dywid (%)	38,3	6,3		5,4		6,3		Min (52 tyg.)	292,1



Uważamy, że bardzo dobra passa walorów PZU z drugiej połowy 2012, może być kontynuowana również na początku rok 2013. Na naszych prognozach zysku netto na 2013, PZU jest notowane na niewymagającym poziomie wskaźnika P/E - 12,2x (19% poniżej średniej dla lokalnych banków), pomimo wysokiej oczekiwanej dywidendy. Prognozujemy, że z zysku za ten rok Spółka wypłaci 26,0 PLN, co implikuje yield w wysokości 6,4%. Naszym zdaniem, taka rentowość dywidendowa jest nie tylko atrakcyjna względem tych oferowanych przez inne spółki z sektora finansowego (5,6% dla Handlowego i 5,1 dla Pekao oraz 4,2% dla PKO BP), ale również względem bieżących poziomów rentowości długoterminowych obligacji skarbowych (4,0%). Co więcej, uważamy, że dywidenda za 2013 może być znacząco wyższa dzięki rekordowo wysokim zyskom w PZU Życie w tym roku. Prognozujemy, że wyniesie ona 33,2 PLN na akcję (+28% R/R), co przy obecnej cenie rynkowej daje stopę dywidendy w wysokości 8,2%. Nasza bieżąca 9-miesięczna cena docelowa na poziomie 435 PLN wskazuje na 8% potencjału wzrostu kursu akcji. Podtrzymujemy naszą rekomendację Akumuluj.

Segment majątkowy: oczekujemy wyhamowania wzrostu rynku i zakładamy pogorszenie wskaźnika szkodowości

Uważamy, że dynamika przypisu składki będzie dalej spowalniać przez najbliższe 3-4 kwartały i nie wykluczamy, że w tym okresie osiągnię nawet wynik ujemny R/R. Zakładamy, że poprawa nastąpi w drugiej połowie 2013 wraz z oczekiwanym odbiciem gospodarczym. W naszych prognozach dla PZU oczekujemy, że przypis składki ogółem spowolni z 2,2% R/R w 2012 do 1,5% R/R w 2013, aby później odbić się do 3,9% R/R w 2014. Uważamy, że po bardzo udanym roku 2012 jeżeli chodzi o wskaźnik mieszany (a w szczególności mniejszą częstość szkód), nastąpi jego pogorszenie w latach 2013-2014 zarówno ze względu na presję konkurencyjną jak i prawdopodobieństwo wystąpienia szkód pogodowych. W konsekwencji, prognozujemy, że wynik techniczny segmentu po 70% wzroście R/R w 2012 do 670 mln PLN, spadnie o 38% w 2013 do 415 mln PLN i o kolejne 8% R/R w 2014 do 382 mln.

Segment życiowy: wynik techniczny pod presją mniejszych rozwiązań rezerwy P

Sądymy, że dwucyfrowa dynamika przyrostu przypisu składki generowana w trakcie 2012 (dzięki dynamicznemu przyrostowi ubezpieczeń indywidualnych ze składką jednorazową) gwałtownie spowolni od 1Q 2013 z powodu efektu wysokiej bazy. Prognozujemy, że po 11% w 2012 wzrost spowolni do 3% R/R w latach 2012-2015.

Spadek zysku netto w 2013-2014 wynika z niższej stopy zwrotu z inwestycji

Po tym jak zysk netto wzrośnie o 56% R/R w 2012 do 3 661 mln PLN, prognozujemy aż 22% spadek R/R w 2014 do 2 863 mln PLN i kolejny o 8% w 2015 do 2 640 mln PLN. Głównym powodem oczekiwanych spadków jest konserwatywne założenie odnośnie stopy zwrotu z inwestycji. Oczekujemy 5,0% w 2013 względem 6,5% w 2012 oraz 5,1% średnio w latach w 2009-2011. Odnośnie rentowości segmentu na poziomie wyniku technicznego, zakładamy, że wskaźnik mieszany wzrośnie o 1,7p.p. R/R do 92,6% w 2013 oraz dalej o 1,4p.p. R/R do 94,0% w 2014, co głównie wynika z założenia odnośnie tempa rozwiązywania rezerwy P. W naszych prognozach zakładamy, że po rozwiązaniu 200 mln PLN rezerw w 2012, PZU po raz ostatni uwolni rezerwy w 2014 w wysokości 100 mln PLN.

Ryzyka dla kursu akcji

Poza efektami spowolnienia gospodarczego oraz zachowaniem się rynków finansowych, naszym zdaniem największym zagrożeniem dla kursu akcji jest potencjalna podaż akcji ze strony Skarbu Państwa (nawet 10% kapitału), która ma rzekomo nastąpić do końca 2013. Naszym zdaniem ewentualne akwizycje ze względu na swoje rozmiary nie powinny wpłynąć na potencjał dywidendowy Spółki przynajmniej w latach 2012-2013.



KRUK (Kupuj)

Cena bieżąca: 43,1 PLN

Cena docelowa: 51,5 PLN

Analityk: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody ogółem	164,3	274,0	66,8%	336,3	22,7%	362,3	7,7%	Liczba akcji (mln)	17,1
Zakupy wierzycelności	118,1	230,4	95,1%	298,6	29,6%	321,1	7,5%	MC (cena bieżąca)	737,5
Inkaso	44,1	41,0	-7,0%	31,4	-23,4%	29,7	-5,4%	Free float	59,5%
Marża pośrednia	74,7	143,7	92,2%	193,1	34,4%	204,7	6,0%		
Zysk brutto	35,6	68,5	92,5%	83,8	22,3%	99,7	18,9%		
Zysk netto	36,1	66,2	83,5%	78,0	17,8%	86,7	11,2%		
ROE	31,6%	35,9%		28,3%		24,3%		Zmiana ceny: 1m	0,3%
P/E	18,3	11,0		9,5		8,6		Zmiana ceny: 6m	-6,0%
P/BV	5,1	3,1		2,4		1,9		Zmiana ceny: 12m	0,5%
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	51,6
Dyyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	42,2



Chociaż obniżamy naszą cenę docelową na walory Kruka o 13% do 51,5 PLN, podtrzymujemy naszą rekomendację Kupuj. Na naszych zrewidowanych w dół prognozach zysku netto (o 6% na 2012, o 9% na 2013 i o 13% na 2014), spółka notowana jest na niskim poziomie wskaźnika P/E, 9,4x na 2012 i 8,5x na 2013, czyli z 27% i 22% dyskontem względem średniej dla grupy zagranicznych spółek porównywalnych. Chociaż najprawdopodobniej Spółka ma już za sobą okres najbardziej dynamicznego wzrostu bilansu i przychodów, cały czas naszym zdaniem na potencjał generowania wzrostu wyniku netto. Uważamy, że z jednej strony ukryty on jest w efektywniejszej windykacji portfela pozabilansowego (ok 11 mld PLN), a z drugiej w bardziej efektywnym zarządzaniu bazą kosztową. Nasz obecna wycena w 65% oparta jest o metodę dochodową (46,0 PLN), a w 35% o metodę porównawczą względem spółek zagranicznych (58,3 PLN).

W 2013 zakładamy 273 mln PLN inwestycji w nowe portfele oraz poprawę wskaźników efektywności kosztowej segmentu zakupu portfeli

W naszych obecnych prognozach konserwatywnie zakładamy, że w 2013 Kruk wyda na inwestycje 273 mln PLN, czyli o 5% mniej niż w 2012 (286 mln PLN). Na rynku nadal utrzymuje się wysoki poziom konkurencji, co powoduje utrzymywanie się cen na wysokim poziomie. W takim scenariuszu, Kruk może nadal bardzo selektywnie podchodzić do nowych inwestycji, tak aby nie nabywać portfeli po zaniżonych rentownościach. Ponieważ zakładamy, że inwestycje poczynione od początku 2011 są na niższej niż historyczna rentowości, prognozujemy spowolnienie dynamiki wzrostu przychodów z segmentu zakupów wierzycelności z 30% w 2012 do 8% R/R w 2012. Po tym jak zakończył się dynamiczny okres wzrostu poprzez kolejne inwestycje, w naszym zdaniem Spółka skupi się na efektywniejszym zarządzaniu swoją bazą kosztową, na usprawnieniu i uproszczeniu procesów. Wysiłki te były już widoczne w wynikach za 2Q i 3Q 2012 i naszym zdaniem będą kontynuowane w 2013. Prognozujemy, że wynik segmentu wzrośnie o 5% R/R do 192 mln PLN.

Prognozujemy dalszy spadek marży pośredniej w segmencie inkasa

Rok 2012 był szczególnie ciężki dla biznesu inkasa, na co wpłynęła nie tylko słaba bieżąca sprzedaż kredytów gotówkowych w sektorze bankowym, ale również presja konkurencyjna na marże. Obawiamy się, że rok 2013 również będzie wymagający, ponieważ zakładamy dalszy spadek rynku. W konsekwencji po 23% spadku przychodów w Kruk w 2012, prognozujemy kolejne 5% ubytku w 2013. Ponieważ uważamy, że Spółka będzie w stanie utrzymać na płaskim poziomie swój obecny poziom rentowości marży pośredniej, prognozujemy spadek wyniku segmentu o 4% do 10,2 mln PLN.

Oczekujemy atrakcyjnego na tle sektora finansowego 11% wzrostu zysku w 2013

Powyższe założenia prowadzą nas do prognozy zysku netto na 2013 w wysokości 86,7 mln PLN, co implikuje wzrost o 11% R/R z poziomu 78,0 mln PLN oczekiwanych w 2012. Chociaż względem historycznych dynamik dostarczanych przez Spółkę, może nie być to wynik imponujący, zwracamy uwagę, że w przypadku wszystkich pozostałych spółek przez nas analizowanych w sektorze finansowym, spodziewamy się spadków.

Ryzyko podaży akcji jako największe zagrożenie dla naszej rekomendacji

Jako największe ryzyko dla naszej pozytywnej rekomendacji na walory Kruka postrzegamy potencjalną podaż akcji ze strony funduszu Enterprise Investors, który obecnie posiada 25% spółki. Ze względu na charakter inwestora, uważamy że fundusz private equity jest zainteresowany całkowitą sprzedażą swojego pakietu.

Chemia

- **W 2012 WIG-Chemia ponownie był znacznie lepszy od szerokiego rynku i to za sprawą bardzo mocnego zachowania się notowań praktycznie wszystkich największych komponentów indeksu.**
- **Bardzo dobra koniunktura w sektorze chemicznym obserwowana przez ostatnie kilka kwartałów, szczególnie w kategoriach produktowych powiązanych z rynkiem „soft commodities”, uległa już wyraźnemu pogorszeniu.**
- **Perspektywy na najbliższe kwartały pozostają negatywne z uwagi na spadek wolumenów bezpośrednio związany z mniejszym zapotrzebowaniem z Azji. W przypadku kaprolaktamu okres słabszej rentowności może się przedłużyć ze względu na uruchamianie nowych mocy wytwórcze.**
- **W przypadku Synthosa najbliższe kwartały będą jeszcze pod presją spadku zamówień oraz obniżenia efektywnej marży na kauczukach. Odbicie na wolumenach może nastąpić w połowie przyszłego roku, ale rentowność poprawi się naszym zdaniem najwcześniej w 2014 roku. Wsparciem dla kursu może być jednak wysoka dywidenda z tegorocznych zysków.**
- **Nadal na notowania Azotów Tarnów i ZAP będzie wpływać proces połączenia, tym bardziej że wiele na to wskazuje iż Acron po fuzji nadal pozostanie w grze i może starać się przejąć kontrolę nad nowym podmiotem.**
- **Najciekawszą inwestycją w 2013 roku powinien być Ciech, który jako jedyny z branży będzie poprawiał wyniki (wzrost cen w sodzie, brak strat w organice). Spółka dzięki przeprowadzonej emisji obligacji nie będzie już obciążona ciągłymi zmaganiem z bankami w zakresie refinansowania.**

Kluczowa rekomendacja: Ciech (Kupuj)

W 2012 roku indeks WIG-Chemia ponownie zachowywał się bardzo dobrze na tle szerokiego rynku (prawie +60%), na co złożyły się notowania praktycznie wszystkich największych spółek wchodzących w skład tego zestawienia. W pierwszym półroczu sprzyjały temu jeszcze wysokie marże realizowane w obszarze petrochemii napędzane wzrostami na rynku „soft commodities”. W drugim półroczu, gdy sytuacja się istotnie pogorszyła (było to już widoczne w wynikach za 3Q) wsparciem okazały się pojawiające się oferty przejęcia z dużą premią do bieżących notowań. Jeśli chodzi o kwestie fundamentalne, to oczekujemy, że najbliższe kwartały będą dużym wyzwaniem dla sektora z uwagi na gwałtowny spadek rentowności, obserwowany nie tylko na kaprolaktamie czy melaminie, ale również na kauczuku czy bieli tytanowej. Poprawy należy oczekiwać dopiero w drugim półroczu 2013 roku, kiedy to powinno być zauważalne ożywienie na rynku chińskim, również w sektorze motoryzacyjnym. Wówczas można spodziewać się na przykład zwiększania obciążenia nowej instalacji PBR w Synthosie oraz wzrostu kwotowych marż. Wsparciem powinny być również stabilne bądź spadające koszty wsadu (gaz, energia) oraz niskie notowania uprawnień emisyjnych, które spółki będą musiały dokupować w związku z wejściem w życie pakietu klimatycznego. Lepsze momentum wyników na tle sektora powinien w całym roku raportować Ciech, ze względu na bardziej stabilny charakter segmentu sodowego oraz procesy restrukturyzacyjne.

Wbrew naszym sceptycznym oczekiwaniom sezon 2012/13 okazał się kolejnym z rzędu okresem bardzo wysokich cen zbóż. Wydawało się, że znaczny wzrost areалу upraw kukurydzy przyniesie skokowy wzrost zapasów i przyczyni się do zwiększenia presji na spadki notowań ziarna. Przesłanki te przestały być jednak aktualne wraz z postępującym pogorszeniem się warunków pogodowych w USA, które ostatecznie przerodziły się w największą suszę od 1988 roku. W efekcie mocno spadła ocena jakości upraw, co zmusiło USDA do obniżenia wskaźnika średnich plonów. Okazało się również, że gorsze od prognoz były zbiory pszenicy (UE i kraje byłego ZSRR). Od maja szacunki podaży zostały dla wspomnianych zbóż zostały obniżone odpowiednio o 106 mln ton i 26 mln ton, co nawet przy spadającej konsumpcji doprowadziło do dalszego spadku zapasów, które w relacji do rocznego zapotrzebowania osiągnęły rekordowo niskie poziomy (kukurydza). W efekcie notowania ziarna poszybowały na nowe szczyty i oczekiwano, że to szybko przełoży się na rynek nawozowy. Tymczasem kolejny z rzędu okres wysokich przychodów rolników nie miał już większego przełożenia na ceny środków do produkcji z uwagi na duże nasycenie rynku (brak przestrzeni do istotnego wzrostu aplikacji na 1 ha) oraz rosnącą podaż mocznika. W sezonie 2012/13 przy założeniu braku kataklizmów pogodowych, bilans na rynku zbóż powinien się poprawiać, co może wywierać presję na ceny. W takim otoczeniu jedynym wsparciem dla spółek nawozowych może być zapowiedziana niewielka obniżka taryfy gazowej.



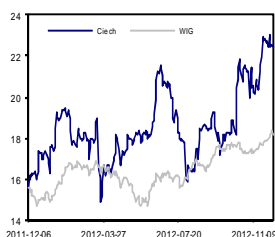
Ciech (Kupuj)

Cena bieżąca: 22,64 PLN Cena docelowa: 28,3 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 960,3	4 174,5	5,4%	4 454,9	6,7%	3 720,8	-16,5%	Liczba akcji (mln)	52,7
EBITDA	384,7	340,8	-11,4%	59,6	-82,5%	465,1	680,7%	MC (cena bieżąca)	1 193,1
marża EBITDA	9,7%	8,2%		1,3%		12,5%		EV (cena bieżąca)	2 597,8
EBIT	146,9	118,7	-19,2%	-181,4		236,5		Free float	37,8%
Zysk netto	24,3	1,5	-93,8%	-366,8		110,5			
P/E	26,0	792,2				10,8		Zmiana ceny: 1m	9,3%
P/CE	2,4	5,3				3,5		Zmiana ceny: 6m	16,9%
P/BV	0,8	0,9		1,3		1,1		Zmiana ceny: 12m	37,5%
EV/EBITDA	5,5	6,6		43,6		5,0		Max (52 tyg.)	23,1
Dywidenda (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	14,9



Transakcja z BASF wraz z finalizowaną emisją obligacji oraz perspektywą znacznego wzrostu zysków w 2013 roku zmieniają w naszej opinii profil inwestycyjny Ciechu. Wskaźniki zadłużenia powinny wrócić poniżej poziomów ustalonych w umowach kredytowych, a rachunek wyników będzie zdominowany przez stabilną wysokomarżową dywizję sodową, co zmniejszy wrażliwość na wahania koniunktury. Ważne w tym kontekście są sygnały o braku negatywnej presji na ceny sody w Europie i USA (mimo osłabienia Chin), co jest pochodną silnego rynku opakowań i odbudowującego się amerykańskiego rynku budowlanego (Solvay i FMC już skorygowali swoje cenniki w górę). Dodatkowym budulcem wartości mogą być poza tym restrukturyzacja kosztowa oraz dezinvestycje. Po uwzględnieniu niższej stopy wolnej od ryzyka i podwyższonego kosztu długu w modelu DCF na najbliższe 3 lata nieznacznie podnosimy naszą wycenę do 28,3 PLN i utrzymujemy rekomendację Kupuj.

Perspektywa dalszej poprawy wyników w 2013 roku

Poprawa wyników w tym roku mogłaby być znacznie większa gdyby nie pogorszenie rentowności niemieckiej elektrociepłowni (obciążenie z tytułu spadku średniej ceny energii i wyższych kosztów gazu sięgnęło około 40 mln PLN). W 2013 roku dzięki prowadzonej renegotjacji kontraktu sprzedażowego (uwzględnienie cen szczytowych w rozliczeniach) i gazowego (zmiana formuły) pozytywny efekt r/r może wynieść około 25 mln PLN, co w połączeniu z niższymi cenami koksu, poprawą efektywności energetycznej (zakończenie inwestycji w polskich fabrykach sodowych), zwiększeniem wolumenów sody oczyszczonej i niewielką podwyżką cen (koniunktura jest dość mocna dzięki segmentowi opakowań oraz odbudowującemu się rynkowi budowlanemu w USA, a najwięksi producenci już zapowiedzieli 5% wzrosty w kontraktach na 2013) pozwoli na wzrost EBIT segmentu o 46 mln PLN mimo dodatkowych kosztów uprawnień emisyjnych. W ujęciu skonsolidowanym dodatkowo do wyników dołoży się 50% wzrost produkcji wysoko rentownych środków ochrony roślin i ograniczenie działalności Zachemu.

Proces restrukturyzacji, a zadłużenie netto

Transakcja sprzedaży Zachemu nie zamyka procesu dezinvestycji, a według naszych szacunków za pozostałe spółki spoza podstawowego segmentu sodowego Ciech mógłby pozyskać nawet 700 mln PLN. W naszym modelu konserwatywnie pomniejszamy środki uzyskane od BASF o gwarancje udzielone bydgoskiej spółce oraz część płatności bezpośrednio kierowane do Zachemu (10 mln EUR). Istnieje jednak wysokie prawdopodobieństwo, że aktywa tego podmiotu pokryją zobowiązania i być może uda się nawet odzyskać część pożyczki wewnątrzgrupowej opiewającej na ponad 80 mln PLN. Faktem jest, że w przyszłym roku w związku z prowadzoną restrukturyzacją (sprzedaż aktywów, spadek capex, obniżenie kosztów) dług netto Ciechu ulegnie obniżeniu, co w połączeniu ze spadkiem rynkowych stóp procentowych, brakiem dodatkowych płatności za złamane kowenanty pozwoli na spadek kosztów odsetek.

Sukces emisji obligacji, duża elastyczność finansowania

Ciech sprzedał 7-letnie obligacje za 245 mln EUR z kuponem 9,5% oraz 320 mln PLN obligacji na rynku polskim z marżą 490-500 punktów bazowych powyżej WIBOR. Oznacza to refinansowanie całości obecnego zadłużenia wraz z zapewnieniem środków na odpok niemieckiej elektrociepłowni. Oprocentowanie wydaje się co prawda dość wysokie (w naszych prognozach na rok 2013 zakładaliśmy średni koszt 8,2% już przy uwzględnieniu spadku stawki bazowej), ale biorąc pod uwagę opcję call wbudowaną w sprzedawane obligacje, podwyższone koszty nie utrzymają się w długim terminie. Zwracamy uwagę, że w tym roku z uwagi na koszty łamanych kowenantów realne oprocentowanie zadłużenia Ciechu (poza obligacjami) przekraczało nawet 10%.



Police (Redukuj)

Cena bieżąca: 11,94 PLN Cena docelowa: 10,9 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 022,6	2 765,6	36,7%	3 137,4	13,4%	2 928,8	-6,7%	Liczba akcji (mln)	75,0
EBITDA	103,7	336,3	224,3%	244,0	-27,4%	181,2	-25,7%	MC (cena bieżąca)	895,5
marża EBITDA	5,1%	12,2%		7,8%		6,2%		EV (cena bieżąca)	1 010,7
EBIT	29,4	257,7	777,9%	163,2	-36,7%	101,5	-37,8%	Free float	18,1%
Zysk netto	27,4	311,9	1036,9%	136,3	-56,3%	86,0	-36,9%		
P/E	32,6	2,9		6,6		10,4		Zmiana ceny: 1m	7,1%
P/CE	8,8	2,3		4,1		5,4		Zmiana ceny: 6m	40,1%
P/BV	1,6	1,0		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	20,5%
EV/EBITDA	10,9	3,2		4,1		5,0		Max (52 tyg.)	12,4
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	7,4



Akcje Polic wzrosły w tym roku tylko o 20%, co było paradoksalnie najgorszym wynikiem w ramach sektora, co oczywiście jest pochodną z braku czynników zewnętrznych, które mogłyby neutralizować efekt pogorszenia wyników, co miało miejsce w innych spółkach z branży. Obecnie przy założeniu pogorszenia rentowności w przyszłym roku (amoniak, biel tytanowa) aktualna wycena Spółki nie wydaje się, mimo tego „dystansu” do indeksu WIG-Chemia, specjalnie atrakcyjna. W naszej opinii Police nadal mogą się zachowywać słabiej od pozostałych producentów nawozów, szczególnie że w przypadku możliwego osłabienia siły zakupowej rolników w perspektywie 2H'2013, kategoria NPK będzie infekowana w większym stopniu ze względu na większą wrażliwość na ten parametr. W tym kontekście, choć podwyższamy naszą dotychczasową wycenę do 10,9 PLN z 10,0 PLN, (efekt stopy wolnej od ryzyka i lepszych niż zakładaliśmy wyników 2012) to obniżamy naszą rekomendację do Redukuj.

Oslabienie koniunktury na rynku NPK

Nawozy wieloskładnikowe, podobnie jak azotowe, nie reagują w tym roku na rekordowe notowania zbóż i nic nie wskazuje na to, abyśmy byli w najbliższych miesiącach świadkami hossy w tym obszarze. Rynek wydaje się być dobrze zaopatrzone, a aktywność klientów azjatyckich wyraźnie spadła zarówno w oczekiwaniu na obniżki cen, jak i na wysokie stany magazynowe. Niepokojące mogą być ostatnie tendencje w przypadku DAP, którego notowania spadły w okolice 500 USD/t, czego nie rekompensują korekty cen siarki. Umocnienie złotego dodatkowo szkodzi realizowanej marży, podobnie jak tegoroczne obniżki na rynku krajowym. Jedynym wsparciem będzie ogłoszona obniżka taryfy gazowej oraz dywersyfikacja dostaw i większy udział kontraktów z rynkową formułą cenową.

Wysokie marże na amoniaku nie utrzymają się

Po uruchomieniu drugiej linii amoniaku w 3Q'2011 Police, udział tego produktu wyraźnie wzrósł nie tylko po stronie przychodów, ale również na poziomie realizowanych zysków. Sprzyjał temu stabilny kontrakt z Azotami Tarnów oraz bardzo solidne marże przerobowe liczone w stosunku do gazu. Według naszych szacunków średni crack wyniósł w tym roku ponad 600 PLN/t, podczas gdy średnia za ostatnich 7 lat to zaledwie 250 PLN/t. Tak komfortowe warunki rynkowe mogły przynieść w ujęciu r/r około 70 mln PLN dodatkowej marży brutto. Naszym zdaniem utrzymanie takiej sytuacji w kolejnych kwartałach jest mało realne, szczególnie że przy obecnych relacjach cenowych nieopłacalne staje się przerabianie amoniaku na mocznik. Pojawiają się sygnały, że wąskie gardła na liniach amoniaku w Rosji powoli się odblokowują, czego odzwierciedleniem może być ostatnia 5% korekta cen. W tym kontekście linia amoniaku może być postrzegana jako potencjalne źródło osłabienia wyników w 2013 roku.

Dalszy spadek rentowności na bieli tytanowej

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami wynik operacyjny na bieli tytanowej w tym roku znajduje się pod presją (-12 mln PLN), co jest pochodną nowych znacznie wyższych cen w kontraktach na dostawy szlaki i ilmenitu oraz pogorszenie koniunktury i spadku cen produktu. W 3Q ten trend przybrał na sile (-24 mln PLN r/r) w wyniku zarówno wyższej bazy, jak i kończących się tanich zapasów surowców nagromadzonych jeszcze w 2011 roku na bazie bardzo korzystnego kontraktu. Wszystko więc wskazuje na to, że wraz z kontynuacją spadków cen bieli rentowność segmentu będzie się pogarszać, a niska konkurencyjność kosztowa instalacji Polic może sprawić, że Spółka w tym obszarze działalności powróci do niedawnych poziomów break even.



ZA Puławy (Trzymaj)

Cena bieżąca: 143,5 PLN Cena docelowa: 123,4 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010/11	2011/12P	zmiana	2012/13P	zmiana	2013/14P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 882,3	3 948,3	37,0%	3 682,5	-6,7%	3 592,1	-2,5%	Liczba akcji (mln)	19,1
EBITDA	413,6	778,5	88,2%	435,8	-44,0%	336,4	-22,8%	MC (cena bieżąca)	2 743,0
marża EBITDA	14,3%	19,7%		11,8%		9,4%		EV (cena bieżąca)	2 499,7
EBIT	327,6	664,0	102,7%	301,1	-54,7%	187,0	-37,9%	Free float	40,0%
Zysk netto	279,4	600,5	115,0%	263,4	-56,1%	176,1	-33,1%		
P/E	9,8	4,6		10,4		15,6		Zmiana ceny: 1m	4,3%
P/CE	7,5	3,8		6,9		8,4		Zmiana ceny: 6m	32,6%
P/BV	1,4	1,1		1,1		1,1		Zmiana ceny: 12m	63,3%
EV/EBITDA	6,4	2,9		5,7		7,5		Max (52 tyg.)	135,6
Dywid (%)	0,7	2,6		8,1		4,8		Min (52 tyg.)	77,5



Kurs akcji ZA Puławy wzrósł od początku roku (po uwzględnieniu dywidendy) o prawie 80%, co z jednej strony było pochodną lepszej od pierwotnych oczekiwań sytuacji na rynku agro, a z drugiej zainteresowania inwestorów branżowych polskim sektorem nawozowym (najpierw wezwanie Acronu na Tarnów, później oferta Synthosa i na koniec pomysł konsolidacji polskiej chemii). Wydaje się, że ten drugi element miał kluczowe znaczenie mając na uwadze fakt, że akcje koncernu Yara w kończącej się roku zwiększyły wartość o zaledwie kilkanaście procent. W tym kontekście stawiamy tezę, że tak naprawdę główną determinantą kursu ZAP w najbliższych miesiącach będą ostateczne rozstrzygnięcia w zakresie fuzji z Tarnowem. Z tego właśnie powodu utrzymujemy neutralną rekomendację (jednocześnie podwyższamy wycenę do 123,4 PLN w związku ze spadkiem stopy wolnej od ryzyka), gdyż mimo oczekiwanego osłabienia wyników, notowania ZAP (poprzez parytet wymiany z ZAT) z dużym prawdopodobieństwem będą wspierane wizją kolejnego wezwania ze strony Acronu.

Nawozy zerwały korelację z cenami zbóż

Rekordowe ceny zbóż wywołane mniejszymi niż oczekiwano zbiorami w sezonie 2012/13, jak na razie nie znalazły bezpośredniego przełożenia w notowaniach nawozów, mimo że taka korelacja poprzez siłę zakupową rolników wydaje się naturalna. Mocznik w przeliczeniu na PLN jest tymczasem tańszy o ponad 20%, a saletra amonowa o 12% w porównaniu z analogicznym okresem roku ubiegłego. Sytuacja ta w dużej mierze ma podłoże podażowe, pojawiły się bowiem nowe moce wytwórcze, szczególnie w moczniku, a dodatkowo spekuluje się o możliwym obniżeniu cel eksportowych poza sezonem przez Chiny (z dotychczasowych 7% do 2%). Dodatkowo kolejny rok wysokich cen zbóż zaburzył cykliczny mechanizm wzrostu popytu, gdyż w takiej sytuacji potencjał do dalszego zwiększania aplikacji nawozów jest mocno ograniczony. W takim otoczeniu negatywne dynamiki w obszarze agro zanotowane w ostatnim kwartale (-8% na EBIT) mogą w kolejnych okresach ulec pogłębieniu.

Stabilizacja na kaprolaktamie i melaminie, ale na niskich poziomach

Ubiegły rok obrotowy stanowi w ZAP wysoką bazę odniesienia, szczególnie w obszarze chemicznym, który odzwierciedlał rekordowe marże na kaprolaktamie. Od kilku miesięcy obserwujemy drastyczne pogorszenie rentowności na tym produkcie w związku z załamaniem cen i popytu na poliamidy na rynku chińskim, przy jednoczesnym lekkim wzroście głównych surowców ropopochodnych. Znacznie gorzej w porównaniu r/r wygląda również melamina, nie tylko ze względu na cenę produktu, ale także w kontekście wyższych kosztów gazu (16% podwyżka miała miejsce dopiero w ostatnim kwartale roku 2011/12). Skalę pogorszenia rentowności obrazuje wynik 3Q'2012, w którym segment zanotował stratę -9 mln PLN vs. 53 mln PLN zysku rok wcześniej. Obecnie na obydwu produktach nie obserwujemy już spadków cen, a nawet widać jakieś oznaki odbicia, ale nawet przy założeniu stabilizacji na aktualnych poziomach ubytek marży r/r będzie bardzo znaczący.

Fuzja z Tarnowem - możliwe scenariusze

Jeśli Komisja Europejska i UOKiK wyrażą zgodę na koncentrację, to powstanie powiększona Grupa Azoty, w której Skarb Państwa będzie posiadał bezpośrednio od 42% akcji (wszyscy odpowiadają na wezwanie) do 51% akcji (nikt poza MSP nie odpowie). W pierwszym przypadku nadal aktualne będą spekulacje o możliwym powrocie Acronu do gry o przejęcie kontroli nad tym podmiotem, co powinno wspierać kurs. Jeśli MSP udałoby się przejąć większościowy pakiet w ZAT, to automatycznie ten mechanizm M&A przestaje funkcjonować i pod ciężarem słabych wyników wycena obydwu podmiotów spada. W trzecim możliwym scenariuszu, czyli zablokowaniu fuzji przez urzędy antymonopolowe, konieczne będzie zweryfikowanie strategii obronnej przed wrogim przejęciem, ale bez połączenia obydwu podmiotów zdyskontowane już dzisiaj w wycenach synergii kosztowe stracą rację bytu, co może zainfekować kursy akcji.

Paliwa

- Po trzech bardzo słabych dla branży rafinerijnej latach zakończonych fatalnym rokiem 2011 z ujemnymi wynikami wg LIFO, mijający rok przyniósł diametralną poprawę z rekordowymi marżami zanotowanymi w 3Q, które były częściowo pochodną fali wyłączeń mocy przerobowych z uwagi na przestoje (m.in. Huragan w USA) i liczne awarie.
- Oceniamy, że sektor wchodzi w okres bardziej sprzyjającego makro z uwagi na trwałą redukcję potencjału produkcyjnego w USA i Europie, widoczne odwrócenie negatywnych tendencji na popycie w krajach rozwiniętych, niski poziom zapasów paliw, stabilizację cen ropy oraz opóźnienia części projektów inwestycyjnych.
- Spadek cracków na nafcie pozwolił na odbudowanie marż petrochemicznych po załamaniu widocznym w połowie roku. Nie zakładamy wzrostów cen surowca, dlatego uważamy obecne poziomy rentowności na olefinach za możliwe do utrzymania, w szczególności w oczekiwanym scenariuszu poprawy koniunktury na rynku chińskim.
- Rok 2013 może obfitować w wyniki prowadzonych prac poszukiwawczych na koncesjach gazu łupkowego i choć na tym etapie projektu trudno liczyć na konkretne deklaracje dotyczące potencjału złóż, to napływające informacje mogą pozwolić na zbudowanie opinii o szansach na ostateczne powodzenie inwestycji.
- MSP wprowadziło do statutów PGNiG i Lotosu zapisy ograniczające prawa akcjonariuszy mniejszościowych, ale w naszej opinii nie oznacza to podaży akcji w 2013 roku. Polityczne ryzyko związane będzie natomiast z przygotowywaną ustawą o zapasach obowiązkowych i podatkiem od węglowodorów.
- Na rynku gazu w przyszłym roku nie oczekujemy jeszcze przełomowych decyzji dotyczących liberalizacji, które mogłyby strukturalnie zmienić sytuację PGNiG. Spółka nie powinna już jednak tracić na segmencie handlowym.

Kluczowa rekomendacja: PKN Orlen (Kupuj)

W tym roku średnie ceny ropy naftowej były zbliżone do roku 2011, aczkolwiek zmienność pozostawała wysoka, z jednej strony w 2Q doświadczyliśmy skokowych wzrostów powyżej 120 USD z uwagi na zwiększone napięcie wokół Iranu, aby kilka miesięcy później zanotować lokalne minima na poziomie 90 USD/Bbl. W przyszłym roku również nie możemy wykluczyć wpływu czynników geopolitycznych, aczkolwiek analiza fundamentów wskazuje że ceny surowca mogą być pod presją rosnącej podaży (zwiększana produkcja w USA, rekordowe wolumeny w Arabii Saudyjskiej, szybki wzrost w Iraku i historyczne szczyty wydobycia w Rosji), która pozwoli na dalsze nadbudowywanie się globalnych zapasów. Takie otoczenie powinno sprzyjać podwyższonej rentowności przerobu dzięki niższemu kosztom zużyć własnych w rafineriach oraz możliwym rozszerzaniu dyskonta na ropach ciężkich. Ważnym wydarzeniem w tym kontekście mogłoby być również wycofanie sankcji z Iranu, co zaowocowałoby pojawieniem się dużej podaży z tzw. „floating storage”.

Sytuacja w sektorze rafinerijnym w 2012 odwróciła się diametralnie i po fatalnym 2011 (ujemne wyniki wg LIFO) spółki korzystały z rekordowych marż. Częściowo było to związane z kumulacją przestojów remontowych (USA, Rosja) i awarii dużych instalacji (Wenezuela, USA, Holandia) oraz kataklizmów pogodowych, dlatego też nie zakładamy powtórzenia zysków w przyszłym roku. Uważamy jednak, że łatwość i siła z jaką krótkotrwałe zaburzenia podażowe destabilizowały rynek wskazują na poprawę w sektorze. Wiążemy to z częściowym rozładowaniem nadpodaży, niskimi stanami zapasów paliw gotowych oraz odwróceniem ujemnych dynamik na popycie w krajach rozwiniętych. Dane z USA wskazują, że okres największych spadków konsumpcji benzyny już minął i obecnie zarówno z uwagi na malejącą bazę, jak również odbudowujący się rynek pracy pojawiają się dodatnie odczyty w ujęciu r/r. Wiele wskazuje więc na to, że po ponad 3 latach bessy, sektor wkracza teraz w cyklicznie lepszy okres, w którym będziemy obserwować wzrost wykorzystania mocy w ujęciu globalnym.

Przyszły rok może przynieść również wiele rozstrzygnięć strukturalnych dla polskich spółek paliwowych, takich jak zmiana ustawy o zapasach obowiązkowych (projekt zakłada odkupienie w perspektywie 5 lat 30% z rezerw wartych odpowiednio 8 mld PLN w Orlenie i 4,4 mld PLN w Lotosie) czy ustalenie zasad naliczania nowego podatku od węglowodorów. W tym drugim przypadku ogólne założenia zostały już co prawda przedstawione, ale na ich podstawie nie jest możliwa kwantyfikacja obciążeń dla złóż już produkujących (kwestia komponentu naliczanego od nadwyżki przychodów nad poniesionymi nakładami). W kolejnych miesiącach pojawiać się mogą również pomysły na model kolejnej fazy liberalizacji rynku gazu, aczkolwiek dotychczasowe rozczarowanie tempem tego procesu nakazuje sceptycznie podchodzić do oczekiwań zasadniczych zmian funkcjonowania segmentu obrotu w PGNiG.



Lotos (Trzymaj)

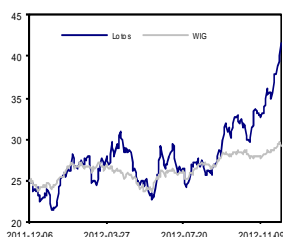
Cena bieżąca: 40,3 PLN

Cena docelowa: 37,4 PLN

Analityk: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	19 662,8	29 259,6	48,8%	34 246,4	17,0%	30 422,1	-11,2%	Liczba akcji (mln)	129,9
EBITDA	1 451,3	1 693,4	16,7%	903,9	-46,6%	1 376,9	52,3%	MC (cena bieżąca)	5 233,9
marża EBITDA	7,4%	5,8%		2,6%		4,5%		EV (cena bieżąca)	12 269,1
EBIT	1 061,4	1 084,8	2,2%	251,6	-76,8%	746,7	196,8%	Free float	46,8%
Zysk netto	679,2	649,0	-4,4%	554,6	-14,5%	616,1	11,1%		
P/E	7,7	8,1		9,4		8,5		Zmiana ceny: 1m	25,8%
P/CE	4,9	4,2		4,3		4,2		Zmiana ceny: 6m	51,1%
P/BV	0,7	0,7		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	68,7%
EV/EBITDA	7,7	7,4		13,6		8,1		Max (52 tyg.)	41,5
Dywidenda (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	21,3



Lotos w 2012 roku obok KGHM okazał się najlepszą inwestycją w ramach indeksu WIG20, co zawdzięcza drugiej połowie roku i rekordowym marżom rafineryjnym oraz umocnieniu złotego, które obok wyższych przepływów pieniężnych pozwoliło na zredukowanie zadłużenia. Po ostatnich wzrostach gdański koncern jest już jednak notowany z około 30% premią do Orlenu na wskaźniku EV/EBITDA LIFO, co w połączeniu z sezonowym pogorszeniem rentowności przerobu może stanowić argument za realizacją zysków. Uwzględniając niższe koszty ryzyka podnosimy naszą cenę docelową do 37,4 PLN (poprzednio 34,2 PLN), ale obniżamy rekomendację do Trzymaj. W krótkim terminie negatywnym katalizatorem może być planowany na wiosnę kapitalny remont rafinerii, który może przypadać na okres wyższych marż. Czynniki, które z kolei mogłyby wesprzeć notowania Lotosu są potencjalny zakup aktywów w Norwegii uwalniający tarczę podatkową oraz uchwalenie przygotowywanej obecnie ustawy o zapasach obowiązkowych.

Sprzyjające makro i inicjatywy optymalizacyjne

W kontekście oczekiwanej trwałej poprawy rentowności w sektorze w relacji do „chudych” lat 2009-11 (poprawa bilansu mocy, niskie zapasy paliw, wyhamowanie spadków konsumpcji w krajach rozwiniętych, brak spekulacyjnych wzrostów cen ropy) Lotos powinien w przyszłym roku ponownie wygenerować wysoki EBIT LIFO w obszarze rafineryjnym, aczkolwiek powtórzenie rekordowych zysków z 2012 nie będzie możliwe z uwagi na wysoką bazę odniesienia (obserwowany w sierpniu skok marż do 15 USD/Bbl z uwagi na kumulację przestojów i awarii, wpływ dodatnich różnic kursowych oraz ukryty efekt LIFO w 3Q). Dodatkowo w naszych prognozach uwzględniamy koszty związane z planowanym miesięcznym przestojem instalacji. Jeśli chodzi o czynniki wspierające zyski w segmencie to należy pamiętać o realizowanym od połowy tego roku procesie optymalizacji struktury produkcji poprzez zastąpienie gazem sieciowym dotychczas wykorzystywanych na własne potrzeby produktów ropopochodnych (LPG, COO), co w skali roku może przynieść oszczędności rzędu 100 mln PLN.

Potencjalna transakcja w Norwegii

Lotos praktycznie pogodził się już z fiaskiem projektu Yme i teraz prawdopodobnie będzie oczekiwał na uporządkowanie tego przedsięwzięcia na tyle aby możliwe było zbycie udziałów (niezbędnym warunkiem jest sprowadzenie do portu narażonej na katastrofę budowlaną platformy wiertniczej). Jednocześnie Spółka aktywnie poszukuje potencjalnych projektów produkcyjnych na Morzu Norweskim, które pozwoliłyby na użycie powstałego na Yme aktywa podatkowego, które obecnie szacowane jest na ponad 1 mld PLN. W naszych prognozach zakładamy konserwatywnie, że koncern będzie w stanie w pełni spieniężyć tę tarczę podatkową w ciągu 10 lat, co znacząco zmniejsza jej wartość bieżącą. Tymczasem Zarząd sygnalizował ostatnio, że zakłada zakup projektów, które umożliwią realizację tego procesu w maksimum 3 lata, co generowałoby potencjał wzrostu naszej wyceny o 2,3 PLN ma akcję.

Lepsze makro złagodzi presję długu

Dług netto Lotosu dzięki poprawie oczyszczonych wyników i sprzyjającym trendom walutowym zmniejszył się na koniec 3Q do poziomu 6,2 mld PLN. Oczekiwany wskaźnik 4,0x EBITDA LIFO na koniec roku trudno co prawda uznać za bezpieczny, ale z uwagi na brak tradycyjnych kowenantów w umowie kredytowej nie ma on praktycznego znaczenia. Przy naszym scenariuszu makro, w kolejnych latach wolne przepływy pieniężne powinny stanowić dwukrotność wymaganych płatności kredytowych (rata kapitałowa+odsetki w kwocie około 140-180 mln USD), tak więc kredytowy bufor bezpieczeństwa można uznać za wystarczający. Ryzyko oczywiście pozostaje, ale w otoczeniu wyższych zysków i umacniającego się złotego jego negatywny wydzźwięk będzie tracił na sile. Przypominamy, że każde 10 groszy umocnienia złotego względem dolara obniża zadłużenie o 200 mln PLN.



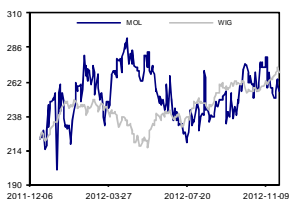
MOL (Trzymaj)

Cena bieżąca: 245,3 PLN Cena docelowa: 254,57 PLN

Analitik: Kam il Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-06

(mld HUF)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	4 299,7	5 343,2	24,3%	5 493,2	2,8%	5 521,3	0,5%	Liczba akcji (mln)	104,5
EBITDA	526,0	603,0	14,6%	548,1	-9,1%	575,7	5,0%	MC (cena bieżąca)	25 638,5
marża EBITDA	12,2%	11,3%		10,0%		10,4%		EV (cena bieżąca)	45 260,6
EBIT	245,5	253,2	3,1%	235,9	-6,8%	264,0	11,9%	Free float	31,3%
Zysk netto	104,0	153,7	47,8%	187,3	21,9%	158,1	-15,6%		
P/E	17,0	11,5		9,4		11,2		Zmiana ceny: 1m	-1,2%
P/CE	4,6	3,5		3,5		3,8		Zmiana ceny: 6m	-4,9%
P/BV	1,2	1,1		1,0		1,0		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	6,1	5,4		5,7		5,5		Max (52 tyg.)	293,1
Dywid (%)	0,0	0,0		2,5		4,5		Min (52 tyg.)	200,0



Akcje MOL-a zachowywały się w tym roku znacznie gorzej od konkurencyjnych spółek, a stopa zwrotu łącznie z dywidendą sięga YTD tylko 4%, podczas gdy średnia dla Orlenu, Lotosu i tureckiego Tupras znacznie przekracza 30%. Węgierski koncern postrzegany jest bowiem coraz bardziej jak spółka wydobywcza, co przekłada się na niższe akceptowane wartości mnożników P/E i EV/EBITDA (zwracaliśmy na to uwagę w poprzednim raporcie). Z tego też powodu nie stanowił w tym roku dobrej ekspozycji na sprzyjające marże przerobowe. Dodatkowo na negatywne odchylenie od sektora wpłynęły aspekty polityczne, a więc niespodziewane podwyższenie podatku „Robin Hooda” na Węgrzech oraz niepokojący wyrok w chorwackim procesie dotyczącym prywatyzacji INA. W najbliższym czasie nie dostrzegamy pozytywnych katalizatorów dla kursu akcji, tym bardziej że wszystko wskazuje na to że problemy z wolumenami wydobycia przesuną się na rok 2013 i nie można oczekiwać powrotu do konsolidacji projektu syryjskiego. W związku ze spadkiem kosztów ryzyka oraz uwzględnieniem wyższych prognoz cen ropy podnieśliśmy jednak w naszym ostatnim raporcie wycenę z 14900 HUF do 17466 i podwyższyliśmy rekomendację z Redukuj na Trzymaj.

Spadek wyników na wydobyciu w 2013 roku

W kolejnych kwartałach tego roku MOL negatywnie zaskakiwał spadającymi wolumenami wydobycia gazu oraz ropy i to praktycznie na wszystkich kluczowych rynkach. Przyszły rok przyniesie kontynuację tych tendencji, co implikuje rozczarowujący obraz kluczowego segmentu na najbliższe 3 lata, tym bardziej że jeszcze do niedawna wydawało się, że rozwój projektów w Rosji czy Pakistanie będzie w stanie zapewnić dodatnie momentum na produkcji. W przyszłym roku EBIT segmentu może z tego powodu obniżyć się o około 16 mld HUF, a zakładany przez nas wzrost w 2014 to tylko efekt optymistycznego założenia powrotu do konsolidacji projektu syryjskiego. Dodatkowym problemem są spadające ceny gazu rosyjskiego, które mogą pośrednio przekładać się na przychody na Węgrzech i w Chorwacji.

Zmiany podatkowe na Węgrzech

Węgierski rząd nieoczekiwanie ogłosił, że w 2013 stawka podatku „Robin Hooda” wzrośnie nie jak pierwotnie planowano z 8% do 11%, ale aż do 31%. Od tego obciążenia można co prawda odliczyć (do 50%) nakłady inwestycyjne, ale tylko takie które kreują miejsca pracy, co de facto oznacza że tarcza będzie miała marginalne znaczenie. Wyższa stawka naliczana od zysków w miejsce dotychczasowego obrotowego podatku kryzysowego jest tym istotniejsza, że w związku z zakładaną przez nas trwałą poprawą w obszarze rafinerijnym wzrośnie podstawa opodatkowania (w 2011 podatek Robin Hooda był nieistotny ze względu na słabe wyniki). Szacujemy, że w skali 2013 roku dodatkowy koszt sięgnie 18 mld HUF, co zneutralizuje w dużej części wycofanie podatku kryzysowego (-29 mld HUF w 2012 roku).

Plany inwestycyjne i oszczędnościowe

W czasie ostatniego Dnia Inwestora Zarząd MOL potwierdził dotychczasowe cele średnioterminowe zakładające roczne nakłady inwestycyjne w perspektywie 2015 roku na poziomie nieprzekraczającym 2 mld USD, z czego ponad połowa będzie przeznaczona na projekty wydobywcze. Pozwoli to na znaczne zwiększenie produkcji węglowodorów, ale poziom z 2012 roku zostanie przekroczony dopiero w 2016. Nadal kluczowy jest w tym planie projekt w Kurdystanie, w przypadku którego pierwsze potwierdzone rezerwy mogą zostać rozpoznane jeszcze w najbliższym raporcie rocznym, co może pozytywnie wpływać na kurs (przypominamy jednak, że będzie to dotyczyć dobrze już rozpoznanego złoża Shaikan w którym MOL ma 20%, więc nie powinno to stanowić zaskoczenia). Wsparciem dla wyników w bliższej perspektywie będzie program oszczędnościowy mający przynieść w rafinerii dodatkowe 500 mln USD EBITDA w perspektywie 2014 roku, z czego 130 mln USD zostało już zrealizowane w bieżącym roku. Zakładana skala redukcji kosztów jest imponująca, ale jak zazwyczaj w takich programach kalkulowanych w relacji do stałej bazy kosztowej dość trudno ją skwantyfikować w prognozach.



PGNiG (Trzymaj)

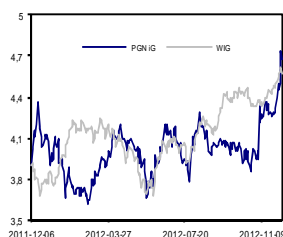
Cena bieżąca: 4,85 PLN

Cena docelowa: 4,25 PLN

Analityk: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-05

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	21 281,2	23 003,5	8,1%	26 242,4	14,1%	27 620,1	5,2%	Liczba akcji (mln)	5 900,0
EBITDA	4 411,4	3 259,6	-26,1%	5 327,7	63,4%	5 835,4	9,5%	MC (cena bieżąca)	28 615,0
marża EBITDA	20,7%	14,2%		20,3%		21,1%		EV (cena bieżąca)	35 616,7
EBIT	2 886,7	1 685,5	-41,6%	3 323,0	97,1%	3 332,4	0,3%	Free float	27,4%
Zysk netto	2 453,7	1 626,8	-33,7%	2 886,7	77,5%	2 499,7	-13,4%		
P/E	11,7	17,6		9,9		11,4		Zmiana ceny: 1m	9,3%
P/CE	7,2	8,9		5,9		5,7		Zmiana ceny: 6m	15,8%
P/BV	1,2	1,2		1,0		1,0		Zmiana ceny: 12m	12,8%
EV/EBITDA	6,7	9,9		6,7		5,8		Max (52 tyg.)	4,7
Dyield (%)	0,5	2,4		0,0		3,0		Min (52 tyg.)	3,6



Wyniki PGNiG w tym roku znajdowały się pod dużą presją i gdyby nie uzyskane od Gazpromu wyrównanie faktur za poprzednie kwartały Spółka zamknęłaby rok z wynikiem wyraźnie gorszym od szerokiego indeksu (ostatecznie +9% YTD czyli blisko WIG20). Przy uwzględnieniu aneksu do kontraktu jamalskiego oraz niższego kosztu ryzyka podnieśliśmy w ostatnim raporcie naszą cenę docelową z 3,71 do 4,25 PLN i zmieniliśmy rekomendację z Redukuj do Trzymaj. Nadal jednak zwracamy uwagę, że nowa formuła w kontrakcie jamalskim sama w sobie nie przynosi strukturalnej zmiany dla segmentu obrotu, który pozostaje pod regulacją. Zatwierdzana obecnie taryfa nie jest zbyt korzystna i nie pozwoli na istotne zyski na handlu w 2013 roku. Naszym zdaniem rynek jest również zbyt optymistyczny, co do skali poprawy w wydobywaniu z uwagi na zbyt pozytywne podejście do kosztów w nowych projektach. Katalizatorem mogą być co prawda postępy prac na koncesjach łupkowych, ale wydaje się, że w perspektywie najbliższych miesięcy jedynym pewnikiem w tym zakresie będzie wysokość ponoszonych nakładów, co jest naturalne dla tej fazy projektu. W tym kontekście Spółka może zachowywać się gorzej od szerokiego indeksu, tym bardziej że szanse na dywidendę są niewielkie.

Realna wysokość obniżki taryfy to 7,7%

Opublikowany przez PGNiG wniosek taryfowy przynosi bezprecedensowe zróżnicowanie cen gazu dla poszczególnych grup odbiorców, co w naszej opinii wywołało trochę zamieszania w interpretacji tego cennika. Naszym zdaniem realna obniżka jednostkowego przychodu w ramach portfela segmentu obrotu sięgnie około 7,7%, na co złoży się przede wszystkim redukcja w kategorii gospodarstw domowych (wg naszych szacunków spadek rachunków o 10% implikuje obniżkę cen paliwa o około 18%). W tym kontekście nie spodziewamy się istotnego odchylenia od break even w tym obszarze w 2013 roku, szczególnie że dostrzegamy rosnące koszty gazu na interkonektorze oraz efekt droższych zapasów, które zainfekują wyniki w ujęciu r/r na około 350 mln PLN.

Wkrótce wyniki pierwszego szczelinowania

Do końca roku PGNiG powinno poznać wyniki procesu szczelinowania na otworze Lubocino, które mogą determinować decyzje o kolejnych odwiertach horyzontalnych na tym padzie. Trudno oczekiwać przełomu po tym jednym wydarzeniu, aczkolwiek każdy taki zabieg będzie zapewne wykorzystywany do uwiarygodniania pozytywnego scenariusza (przykładem może być ostatni pionowy odwiert Opalino, po którym pojawił się komunikat prasowy o „odkryciu komercyjnego złoża”). Z kolei w przypadku gdy rezultaty będą niezadowolające Spółka będzie przeprowadzać kolejne próby i naszym zdaniem raczej nie zdecyduje się na odpis poniesionych nakładów (księgowo podejście do całego pada jako projektu inwestycyjnego). Taka polityka informacyjna może w naszej opinii sprzyjać budowaniu oczekiwań „łupkowych” nawet mając na uwadze fakt, że zebranie realnej wiedzy na temat zasobów i możliwości ich komercyjnej eksploatacji zabierze jeszcze wiele miesięcy.

Plany inwestycyjne nie pozwalają na wysoka dywidendę

Prezes Grażyna Piotrowska-Oliwa powiedziała, że możliwość wypłaty dywidendy jest pochodną ilości projektów inwestycyjnych, a projekty zaplanowane na przyszły rok i kolejne wymagają „zainwestowania każdej złotówki”. Wszystko wskazuje więc na to, że wbrew budującym się oczekiwaniom inwestorzy nie mogą liczyć na istotną wypłatę w przyszłym roku. Wynika to głównie z ambitnego planu inwestycji (nakłady poszukiwawcze, finalizacja projektów Skarv, LMG i Wierchowice oraz nowe projekty w energetyce). Ten program będzie prawdopodobnie intensyfikowany, gdyż teoretycznie po otrzymaniu wyrównania od Gazpromu i pojawieniu się zysków z nowych projektów wskaźnik zadłużenia do EBITDA na koniec przyszłego roku spadnie w okolice 1,0. Przy utrzymaniu dotychczasowych poziomów capex nic nie stałoby na przeszkodzie szczodremu podzieleniu się zyskami z akcjonariuszami.



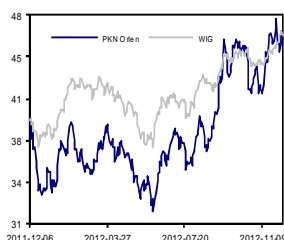
PKN Orlen (Kupuj)

Cena bieżąca: 48,79 PLN Cena docelowa: 50 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2012-09-13

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	83 547,4	106 973,1	28,0%	118 197,7	10,5%	119 350,2	1,0%	Liczba akcji (mln)	427,7
EBITDA	5 545,7	4 446,4	-19,8%	5 051,8	13,6%	4 505,0	-10,8%	MC (cena bieżąca)	20 867,9
marża EBITDA	6,6%	4,2%		4,3%		3,8%		EV (cena bieżąca)	29 293,3
EBIT	3 123,0	2 066,5	-33,8%	2 850,0	37,9%	2 318,0	-18,7%	Free float	72,5%
Zysk netto	2 371,7	2 363,4	-0,4%	2 364,9	0,1%	2 019,5	-14,6%		
P/E	8,8	8,8		8,8		10,3		Zmiana ceny: 1m	10,2%
P/CE	4,4	4,4		4,6		5,0		Zmiana ceny: 6m	27,6%
P/BV	1,0	0,9		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	19,5%
EV/EBITDA	5,6	6,9		5,8		6,4		Max (52 tyg.)	47,7
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		7,8		Min (52 tyg.)	32,0



W 2012 roku PKN Orlen okazał się jedną z najlepszych inwestycji w ramach WIG20, co było pochodną bardzo korzystnego otoczenia makro i spadku zadłużenia do poziomów gwarantujących wysoki komfort bilansu oraz możliwość podwyższenia ratingów. W naszej opinii, mimo dotychczasowych 30% wzrostów Spółka nadal oferuje znaczny potencjał i dlatego utrzymujemy rekomendację Kupuj. Na bazie EV/EBITDA LIFO na przyszły rok jest wyceniana na 6,0x podczas gdy bardziej ryzykowny Lotos na 7,7x a turecki Tupras na 7,5x, a nie widzimy żadnych argumentów za utrzymaniem takiego dyskonta. Pozytywnym katalizatorem dla kursu poza uchwaleniem ustawy o wykupie części zapasów obowiązkowych może być w najbliższych miesiącach oczekiwany wyrok Sądu Arbitrażowego w sprawie sporu z Jukosem (odzyskanie zdeponowanych na zastrzeżonym rachunku 250 mln USD wraz z odsetkami), którego ogłoszenie przełożono z listopada 2012 na początek 2013 roku. W tym kontekście podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Makro znowu wesprze wyniki 2013

W 2012 roku EBITDA LIFO Orleń osiągnie około 5,1 mld PLN, co oczywiście jest pochodną rekordowych marż rafineryjnych, które będzie trudno powtórzyć w przyszłym roku (zakładamy średnią na 4,7 USD vs 5,5 USD w tym roku). Pogorszenie wyników w ujęciu r/r wcale nie musi być jednak znaczące z uwagi na możliwe znacznie większe wykorzystanie mocy i niższe koszty remontów w związku ze znacznie mniej napiętym harmonogramem przestoju (w tym roku kapitalny remont w Możejkach, miesięczny postój petrochemii w Płocku) oraz fakt, że realnie w 3Q'2012 nie udało się przecieżyć w pełni zrealizować rynkowych cracków (wysokie ceny benzyny obniżyły marżę handlową). Dodatkowo wspierające będzie również poprawiające się makro petrochemiczne, gdyż marże po załamaniu w 3Q wróciły już do bardzo satysfakcjonujących poziomów z 2Q. Oczekujemy ponadto, że wyższa w ujęciu r/r może być premia lądowa, szczególnie z uwagi na planowany kapitalny remont rafinerii w Gdańsku. W segmencie detalicznym z kolei możliwa będzie dalsza odbudowa marż dzięki przewidywanemu spadkowi cen paliw na stacjach (umocnienie złotego, lekka korekta Brent).

Nowa strategia przyjęta chłodno, ale...

W strategii Zarząd zapowiedział, że nakłady inwestycyjne w perspektywie 2017 roku sięgną ponad 22 mld PLN, co przy oczekiwanym średniorocznym strumieniu EBITDA 6,3 mld PLN pozwoli co roku na wypłatę dywidendy do 5% kapitalizacji koncernu. Perspektywa mniejszych niż można było oczekiwać przepływów dla akcjonariuszy wywołała negatywną reakcję rynku, aczkolwiek wydaje się że mogła być ona przesadzona. Po pierwsze Orlen w planie capex uwzględnił tzw. pulę dodatkową bez której wydatki sięgnęłyby tylko 15,6 mld PLN, co znacząco zwiększa potencjał dywidendowy Spółki. Po drugie według naszych szacunków wypłata z Orleń może w przyszłym roku stanowić istotny komponent budżetowego planu, co zaowocuje jednorazową wyższą dywidendą wychodzącą poza politykę długoterminową ustaloną w strategii. Poza tym ważne jest to, że na zakładany capex składa się wiele mniejszych projektów, co daje Zarządowi dużą elastyczność ich realizacji w zależności od otoczenia makro.

Harmonogram prac na złożach łupkowych

W listopadzie PKN Orlen zakończył realizację pierwszego odwiertu horyzontalnego na terenie koncesji Wierzbica i obecnie planuje wykonanie szczelinowania hydraulicznego. Wiele zależy od pogody, ale proces ten zostanie prawdopodobnie przeprowadzony dopiero na wiosnę i wówczas można spodziewać się jakiegoś komentarza w sprawie potencjału tej koncesji. Przypominamy, że obecnie Orlen prowadzi prace wiertnicze jeszcze na dwóch innych koncesjach, ale tam wykonano dopiero odwierty pionowe i trwają przygotowania do kolejnego wiercenia poziomego. W tej fazie projektu poszukiwań w naszej opinii nie należy jednak oczekiwać jakichś przełomowych deklaracji, ani pozytywnych ani negatywnych, aczkolwiek na kurs może wpływać ogólny wzrost optymizmu w społecznym przekazie „łupkowym”.

Energetyka

- Spadek konsumpcji energii widoczny w tym roku może przybrać na sile w kolejnym z uwagi na obserwowane spowolnienie w polskim przemyśle. Zostało to zdyskontowane na rynku energii, gdzie średnie ceny hurtowe na rok 2013 wynoszą około 185 PLN/MWh vs 202 PLN/MWh realizowane obecnie.
- Ceny CO₂ pozostają pod presją i wyraźnie widać, że bez interwencji Komisji Europejskiej nic się na tym rynku nie zmieni. Głosowanie nad pomysłem „backloadingu” może być przełomowe, ale jego wynik nie jest pewny.
- Kluczowe dla sektora będą rozstrzygnięcia w zakresie ustawy o OZE, nie tylko w zakresie terminu jej wejścia w życie, ale kształtu systemu wsparcia dla współspalania, kogeneracji i „starych” elektrowni wodnych. Możliwe pozytywne zaskoczenia w tym zakresie.
- Wyniki na wytwarzaniu energii będą w 2013 roku pod dużą presją, szczególnie w przypadku spółek zintegrowanych pionowo o niskich zmiennych kosztach jednostkowych (PGE, CEZ). Dodatkowym obciążeniem (z wyjątkiem Tauronu) będą też wydatki na uprawnienia emisyjne. Pozytywną dynamikę utrzyma natomiast segment dystrybucji.
- W perspektywie połowy roku może pojawić się zainteresowanie sektorem w związku z oferowanymi wysokimi stopami dywidendy rzędu 7% (CEZ, TPE i PGE).
- Najciekawszą ekspozycję na sektor stanowią spółki z dużym udziałem dystrybucji (Tauron, Enea).

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

Sektor energetyczny kolejny rok może zaliczyć do nieudanych, gdyż zachowywał się gorzej od szerokiego rynku a odchylenie od indeksu sięgnęło ponad 20%. Negatywny sentyment znajduje uzasadnienie w pogorszeniu perspektyw na rok 2013 w związku ze znacznym spadkiem cen energii oraz CO₂, aczkolwiek uważamy że nie wszystkie spółki w jednakowym stopniu są na te ryzyka ekspozowane i dostrzegamy ciekawe okazje inwestycyjne w związku z możliwymi istotnymi odchyleniami wyników od konsensusu w 2013 roku. Inwestorzy w średnim terminie powinni brać również pod uwagę potencjalną podaż akcji ze strony MSP (pakiet PGE, oferta publiczna Energi), a także możliwy powrót do pełnej prywatyzacji Enei.

Pogorszenie koniunktury wpłynęło na rynek energii dwutorowo, z jednej strony poprzez niższe zapotrzebowanie na prąd i pogorszenie bilansu popytowo-podażowego, a z drugiej przez spadek emisji gazów cieplarnianych i przecenę uprawnień do emisji CO₂. W efekcie ceny energii zanotowały średnioterminowe minima, co w ciągu ostatnich miesięcy pogorszyło perspektywy wyników w sektorze. W przypadku spółek z regionu pośrednio dodatkowym negatywnym czynnikiem były specyficzne problemy koncernów niemieckich (przeinwestowanie w moce wypierane z systemu przez OZE, obniżanie dywidend, wysoki poziom hedgingu CO₂), które pogarszały sentyment do sektora. Jeśli chodzi o polski rynek to obserwowany spadek cen energii w kontraktach na 2013 nie ma podłoża strukturalnego gdyż tak naprawdę nie nastąpiły jakieś szczególne zmiany w bilansie mocy w ujęciu r/r, a udział rosnącej energii wiatrowej jest ciągle niewielki (poza tym „merit order” nie do końca wyjaśnia mechanizm kształtowania cen ze względu na wysoką koncentrację wytwarzania i brak autonomii poszczególnych elektrowni w ramach koncernów). Mocniejsza niż w Niemczech przecena kontraktów rocznych może być natomiast pochodną wycofania się Tauronu z obrotu giełdowego i oparcia kontraktacji na relacjach bilateralnych w ramach elektrowni Grupy, co wywołało lukę popytową na TGE.

W perspektywie roku nie dostrzegamy szans na odwrócenie tendencji na cenach energii, na czym ucierpią przede wszystkim koncerny z wysokim stopniem integracji pionowej wytwarzania o niskich kosztach zmiennych (PGE, CEZ). Problemem będzie również konieczność dokupienia znacznych ilości uprawnień (dodatkowe koszty w przypadku PGE sięgną 15% EBIT z roku 2012, a dla CEZ ze względu na drogo kupione uprawnienia w ramach zabezpieczeń ten wskaźnik wyniesie 10%). W takich warunkach zalecamy pozycjonowanie się w spółkach z wysoką ekspozycją na dystrybucję i sprzedaż, gdzie korzystne tendencje z tego roku mogą być utrzymane (w ENA i TPE te segmenty generują ponad 70% EBITDA). Szansą dla Enei i Tauronu może być także większa niż zakładane w bazowym scenariuszu 4% obniżka cen węgla. Po bardzo dobrym 2013 roku pozytywny trend poprawy wyników powinien kontynuować segment dystrybucji energii, aczkolwiek tempo tego procesu może ucierpieć z uwagi na obniżony regulowany WACC. Nadal głównymi czynnikami determinującymi EBIT będą: ścieżka zwiększania wynagrodzenia „starego WRA”, zwrot z nowych inwestycji, realizowane oszczędności w stosunku do stałego modelu kosztowego wyznaczonego na lata 2012-15 oraz wysokie przychody z przyłączania do sieci. Szansą na pozytywne zaskoczenie w stosunku do naszych prognoz jest potencjalne większe opóźnienie w procesie legislacyjnym ustawy o OZE bądź złagodzenia niektórych jej niekorzystnych zapisów dotyczących współspalania czy starych elektrowni wodnych.



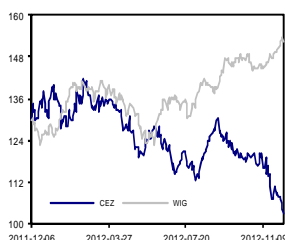
CEZ (Trzymaj)

Cena bieżąca: 106,3 PLN Cena docelowa: 109,2 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2012-11-30

(mIn CZK)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)
Przychody	198 848,0	209 761,0	5,5%	204 201,0	-2,7%	190 910,3	-6,5%	Liczba akcji (mln) 538,0
EBITDA	88 848,0	87 312,0	-1,7%	85 340,4	-2,3%	83 322,7	-2,4%	MC (cena bieżąca) 57 188,3
marża EBITDA	44,7%	41,6%		41,8%		43,6%		EV (cena bieżąca) 87 349,6
EBIT	64 788,0	61 542,0	-5,0%	58 345,2	-5,2%	55 532,7	-4,8%	Free float 29,3%
Zysk netto	47 051,0	40 756,0	-13,4%	40 720,6	-0,1%	40 045,6	-1,7%	
P/E	7,5	8,6		8,6		8,8		Zmiana ceny: 1m -11,5%
P/CE	4,9	5,3		5,2		5,2		Zmiana ceny: 6m -16,4%
P/BV	1,6	1,6		1,4		1,4		Zmiana ceny: 12m -22,4%
EV/EBITDA	5,6	6,0		6,3		6,4		Max (52 tyg.) 141,5
Dywid (%)	8,0	7,6		6,9		6,9		Min (52 tyg.) 103,2



W ostatnich miesiącach akcje CEZ zachowywały się słabiej nie tylko od szerokiego rynku, ale również negatywnie wyróżniały się na tle sektora energetycznego. Głównym tego powodem była słabość rynku uprawnień emisyjnych, a dodatkowym katalizatorem problemy i straty na rynku albańskim, choć w tym drugim wypadku ze względu na małą skalę nie dostrzegamy istotnego realnego przełożenia na wycenę koncernu. Spółce nie pomagają również spadki notowań energii, które choć z opóźnieniem (hedging) to znajdują odzwierciedlenie w wynikach finansowych, a także brak porozumienia w kwestii dostaw węgla brunatnego, co wpłynie na spadek wolumenów w generacji. Niemniej jednak przy obecnych poziomach kursu zamykamy już naszą bezwzględną negatywną rekomendację. W krótkim terminie wsparciem dla notowań może być przeforsowanie przez KE pomysłu tzw. backloadingu, ale na ten moment kwestia wciąż jest niepewna. W środowisku niskich stóp procentowych uwagę inwestorów może zwracać także oferowana atrakcyjna stopa dywidendy, aczkolwiek wcześniej pojawią się słabsze wyniki w segmencie wytwarzania (ubytek przychodów, niższe wolumeny z uwagi na problemy z zewnętrznymi dostawami węgla brunatnego, wysoki koszt uprawnień), co może negatywnie oddziaływać na sentyment. Zalecamy więc niedoważanie akcji CEZ w ramach sektora.

Negatywne tendencje na CO₂

CEZ ze względu na niską emisyjność swojego portfela wytwórczego był traktowany jako pozytywna ekspozycja na ceny CO₂ (Spółka zabezpieczyła też znaczną część swojej pozycji po około 15 EUR/t). W obecnym otoczeniu znacznych spadków notowań uprawnień emisyjnych oczekiwaliśmy istotnego zawężenia premii w wycenie w relacji do europejskiego sektora, co dokonało się tylko częściowo. Presja na kurs może się więc utrzymywać, szczególnie jeśli KE nie uda się przeforsować ograniczeń w aukcjach. Głosowanie nad propozycją „backloading” odbędzie się prawdopodobnie 13 grudnia, a do jej zablokowania potrzeba 91 głosów z 345 ogółem. Na razie oficjalny sprzeciw zgłasza tylko Polska (27 głosów), ale wahają się również Niemcy (29 głosów), a swojego stanowiska nie zaprezentowały jeszcze Czechy, Węgry, Słowacja, Grecja i Rumunia.

Kłopoty ze spółką albańską

Aktualnie CEZ jest w sporze z rządem Albanii, który według koncernu naruszył zobowiązania prywatyzacyjne. Wszystko wskazuje na to, że zakończy się on wyjściem CEZ z tego kraju. Spółka podjęła już próby odzyskania części zainwestowanych środków (akwizycja kosztowała 102 mln EUR) poprzez uruchomienie gwarancji Banku Światowego na 60 mln EUR (obecnie na bilansie CEZ spółka albańska jest wyceniona na 160 mln EUR). Zarząd liczy, że uda się w takim scenariuszu uniknąć negatywnego wpływu na wyniki Grupy. W naszym modelu zakładamy zamknięcie tej działalności i nie konsolidujemy strat tej spółki począwszy od 2013 roku (-4 mld CZK EBITDA w 2012), co nie jest jeszcze przesądzone.

Plany dezinvestycyjne

W wyniku prowadzonego przeciwko CEZ postępowania antymonopolowego przez KE, czeski koncern zobowiązał się do sprzedania do końca 2013 roku 800 MW mocy wytwórczych. W celu realizacji tego zamierzenia na sprzedaż wystawionych zostało 5 elektrowni o łącznych mocach 3,4 GW, z czego w przypadku 3 proces jest już dość zaawansowany (trwa analiza ofert). Warto zwrócić uwagę, że w przypadku elektrowni na węgiel brunatny, ich sprzedaż jednocześnie rozwiązywałaby toczący się obecnie spór z Czech Coal dotyczący dostaw paliwa. Spółka ta obok EPH, BXR i Gascontrol złożyła ofertę nabycia. W przypadku sprzedaży wszystkich wspomnianych aktywów CEZ mógłby pozyskać 36-40 mld CZK, co stanowi 65-75 CZK na akcję, czyli ponad 10% kapitalizacji koncernu. Oczywiście elektrownie są obecnie konsolidowane, więc nie jest to automatycznie wartość dodana z transakcji, ale wydaje się że taki scenariusz byłby przyjęty pozytywnie przez rynek.



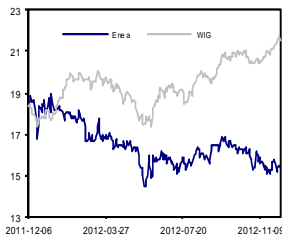
Enea (Akumuluj)

Cena bieżąca: 15,53 PLN Cena docelowa: 17,55 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2012-11-30

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	7 836,9	9 688,9	23,6%	9 953,7	2,7%	9 721,8	-2,3%	Liczba akcji (mln)	441,4
EBITDA	1 364,6	1 555,8	14,0%	1 664,2	7,0%	1 479,4	-11,1%	MC (cena bieżąca)	6 855,6
marża EBITDA	17,4%	16,1%		16,7%		15,2%		EV (cena bieżąca)	5 002,0
EBIT	712,0	844,2	18,6%	867,3	2,7%	670,4	-22,7%	Free float	29,9%
Zysk netto	639,3	793,3	24,1%	750,6	-5,4%	566,1	-24,6%		
P/E	10,7	8,6		9,1		12,1		Zmiana ceny: 1m	-3,2%
P/CE	5,3	4,6		4,4		5,0		Zmiana ceny: 6m	-2,5%
P/BV	0,7	0,7		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-17,0%
EV/EBITDA	3,0	2,9		3,0		4,3		Max (52 tyg.)	19,0
Dywid (%)	2,4	2,8		3,1		3,3		Min (52 tyg.)	14,5



Kurs akcji Enei w ostatnich miesiącach nie odbiegał od ogólnych tendencji w sektorze, mimo że podobnie jak w przypadku Tauronu Spółka systematycznie zaskakiwała in plus wynikami kwartalnymi. W obecnym otoczeniu spadków cen energii jej przewagą powinna być jednak znaczna ekspozycja na segmentu obrotu i dystrybucji, a także fakt że Elektrownia Kozienice opiera produkcję w całości na zewnętrznych dostawach paliwa. Może mieć to znaczenie w kontekście dużej nadpodaży węgla na polskim rynku i potencjalnie wyższej niż zakładamy w bazowych prognozach korekty cen. Enea stanowi w ramach sektora najlepszą opcję na taki scenariusz. Dodatkowym wsparciem dla notowań powinna być ponownie kwestia prywatyzacji, szczególnie że koncern jest wyceniany poniżej swojego WRA. W tym kontekście zalecamy akumulowanie akcji Spółki i przeważanie jej w ramach portfela sektorowego.

Wyniki na wytwarzaniu w 2013 roku funkcją cen węgla

Słabym ogniwem tegorocznych wyników Grupy jest wytwarzanie, którego marża znajduje się pod presją. Szczególnie w 2H'2012, kiedy Elektrownia Kozienice zaczęła odczuwać skutki podwyżki z LWB. Warunki aneksu uzgodniono jeszcze co prawda w 2Q, ale wtedy nie było to widoczne z uwagi na przerabianie tańszych zapasów i wykorzystywanie kwoty z roku 2011. Założenie kształtowania się cen paliwa w przyszłym roku będzie więc kluczowe w kontekście oczekiwanego znacznego ubytku w przychodach z generacji (spadek ceny o 18 PLN/MWh). Zarząd Enei zapowiada twarde negocjacje w celu anektowania umów z kopalniami, ale na pewno nie będzie to łatwe z uwagi na formuły zapisane w kontrakcie. Niemniej jednak zakładamy spadek kosztów węgla o około 4%, co wygeneruje oszczędności rzędu 50 mln PLN. Teoretycznie ze względu na dużą nadpodaż węgla na polskim rynku (na zwałach w kopalniach i elektrowniach leży około 15 mln ton) możliwa jest większa korekta cenników i taki scenariusz oznaczałby możliwość podniesienia prognoz dla segmentu wytwarzania.

Czy możliwy powrót do prywatyzacji?

Dotychczasowe wypowiedzi ministrów skarbu wskazywały, że możliwy jest powrót do prywatyzacji Enei, ale dopiero wtedy gdy będzie pewne że inwestycja w nowy blok w Kozienicach będzie realizowana. Warunek ten został już spełniony więc w przyszłym roku resort może wrócić do procesu poszukiwania inwestora strategicznego. Wydaje się jednak, że priorytetem może być zapowiedziana już publiczna oferta Energi, tak więc na rozstrzygnięcia w sprawie poznańskiej Grupy trzeba będzie poczekać do drugiego półrocza 2013. Zwracamy jednak uwagę, że aktualna rynkowa wartość Enei (EV) jest niższa od jej regulacyjnych aktywów dystrybucyjnych, co czyni spółką bardzo atrakcyjną dla potencjalnego inwestora branżowego, szczególnie że pozostałe aktywa Grupy wygenerują w przyszłym roku ponad 500 mln PLN EBITDA.

Dywidenda poniżej średniej we sektorze

Na koniec tego roku gotówka netto na bilansie Enei powinna sięgnąć około 1,9 mld PLN, co teoretycznie umożliwiłoby wypłatę wysokiej dywidendy z zysków 2012 roku. Jednak ze względu na strukturę Grupy (sprawozdanie jednostkowe będące podstawą wypłaty ogranicza jej wysokość z uwagi na brak pełnego transferu zysków ze spółek zależnych do spółki matki) oraz rozpoczynający się kosztowny projekt w Kozienicach, zakładamy że stopa dywidendy sięgnie zaledwie 3,3%, czyli połowę średniej dla pozostałych spółek z sektora. Spółka nie jest więc najlepszą ekspozycją pod tym względem, tym bardziej że na tle konkurencji charakteryzuje się najsłabszym profilem wolnych przepływów pieniężnych w najbliższych latach, właśnie ze względu na rozbudowane w relacji do obecnej kapitalizacji plany inwestycyjne.



PGE (Trzymaj)

Cena bieżąca: 18,16 PLN Cena docelowa: 18,1 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2012-11-30

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	20 471,4	28 111,4	37,3%	29 302,2	4,2%	27 506,6	-6,1%	Liczba akcji (mln)	1 869,8
EBITDA	6 804,4	6 855,0	0,7%	8 340,2	21,7%	6 197,2	-25,7%	MC (cena bieżąca)	33 955,3
marża EBITDA	33,2%	24,4%		28,5%		22,5%		EV (cena bieżąca)	30 485,5
EBIT	4 149,2	4 144,5	-0,1%	5 424,5	30,9%	3 360,2	-38,1%	Free float	38,1%
Zysk netto	2 990,3	4 936,1	65,1%	4 429,0	-10,3%	2 803,7	-36,7%		
P/E	11,4	6,9		7,7		12,1		Zmiana ceny: 1m	0,6%
P/CE	6,0	4,4		4,6		6,0		Zmiana ceny: 6m	-5,6%
P/BV	0,9	0,8		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	-11,8%
EV/EBITDA	5,1	4,4		3,7		5,2		Max (52 tyg.)	21,8
Dywid (%)	4,7	4,2		10,1		6,5		Min (52 tyg.)	16,9



Akcje PGE okazały się w tym roku najlepszym wyborem w ramach sektora energetycznego, co może dziwić w kontekście obserwowanej w ostatnich miesiącach ogromnej presji na ceny w kontraktach na rok 2013. W naszej opinii w takim otoczeniu makro koncern ze swoim portfelem zintegrowanych pionowo elektrowni o niskich kosztach zmiennych stanowi najgorszą ekspozycję w polskim sektorze, gdyż jest narażony na największą erozję marży. Źródłem relatywnie dobrego sentymentu do Spółki jest zapewne mocna pozycja bilansowa, ale to może nie wystarczyć w środowisku mocnych ujemnych dynamik w wynikach, tym bardziej że konsensus wciąż wydaje się dość ambitny (potencjał spadku szacujemy na 10%). W perspektywie kilku miesięcy wsparciem dla kursu może być perspektywa wysokiej stopy dywidendy, ale wcześniej nie można jeszcze wykluczyć kolejnej porcji podaży akcji MSP. Biorąc powyższe elementy pod uwagę obniżamy naszą rekomendację z Kupuj do Trzymaj i cenę docelową z 21,24 do 18,1 PLN. Relatywnie zalecamy niedowierzanie PGE kosztem TPE i ENA.

Wynik na wytwarzaniu pod presją

W przyszłym roku PGE będzie realizować znacznie niższe ceny energii (-18 PLN/MWh), a dodatkowo pojawią się wydatki na odpłatną część uprawnień emisyjnych. Ubytek marży na zintegrowanym pionowo portfelu wytwórczym szacujemy na 700 mln PLN (przy założeniu utrzymania w ryzach kosztów w kopalniach co może być założeniem ambitnym). Wydatki na uprawnienia emisyjne to obniżenie EBIT o dodatkowe 800 mln PLN, tak więc łącznie z zawyżoną przez zdarzenia jednorazowe bazą tego roku (130 mln PLN) oznacza to ubytek około 1,6 mld PLN z wyniku segmentu. Kwota ta nie uwzględnia niższej marży w elektrowniach opalanej węglem kamiennym (spadek cen paliwa nie skompensuje niższych przychodów), utraty prawa do części zielonych certyfikatów za współpalanie oraz spadku KDT-ów. W tym ostatnim przypadku istnieje co prawda szansa, że w związku z pogorszeniem marż będzie można wnioskować o wyższe wsparcie, ale na razie Spółka tego nie sygnalizuje (problemem może być wybrana wcześniej przez PGE formuła naliczania KDT-ów według przepływów pieniężnych).

Wysoka dywidenda w 2013 całkiem realna

Po ostatnich negatywnych komunikatach niemieckich koncernów energetycznych kwestia poziomu dywidend jest w centrum zainteresowania i pojawiają się spekulacje o możliwości niskiej wypłaty również w innych spółkach z regionu. W przypadku PGE choć nie zakładamy powtórzenia ubiegłorocznego poziomu wypłaty (1,83 PLN dzięki sprzedaży Polkomtela) to uważamy, że Spółka będzie w stanie przekazać akcjonariuszom 50% skonsolidowanego zysku za bieżący rok. Nakłady inwestycyjne nie wzrosną bowiem gwałtownie, gdyż wiele wskazuje na dalsze opóźnienie w realizacji projektu w Opolu (prawdopodobnie PGE mimo werdyktu NSA poczeka z decyzją do powtórnej rozprawy w WSA oraz wyklarowania się sytuacji wewnętrznej w ramach konsorcjum wykonawców).

Rekompensaty KDT mogą zaskoczyć

W tym roku przychody z rekompensat KDT wyniosą około 180 mln PLN, a w przyszłym szacujemy je na około 100 mln PLN. Nie jest jednak wykluczone, że pozytywny wpływ na rachunek wyników będzie wyższy i PGE będzie się starała o większe wsparcie w związku z pogorszeniem sytuacji na rynku i spadkiem marż na produkcji energii (na razie Zarząd jednak tego nie sygnalizował). Przeszkodą dla takiego scenariusza może być jednak wybrana wcześniej przez Spółkę formuła rozliczania KDT-ów według metody płynnościowej, która nie koresponduje z osiąganymi w danym roku wynikami- Spółka niejako otrzymała rekompensaty z góry i teraz na wyrównanie za rok 2013 będzie prawdopodobnie musiała poczekać do korekty końcowej w 2016 roku. Przypominamy ponadto, że w dalszym ciągu koncern prowadzi spór z URE o zaliczki z lat 2008-11, a ewentualne korzystne prawomocne wyroki w tej sprawie pozwoliłyby na odwrócenie części rezerw z kwoty 1 mld PLN.



Tauron (Kupuj)

Cena bieżąca: 4,49 PLN

Cena docelowa: 6,16 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2012-11-30

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	15 428,9	20 755,2	34,5%	25 336,2	22,1%	24 326,9	-4,0%	Liczba akcji (mln)	1 752,5
EBITDA	2 758,0	3 022,6	9,6%	3 863,7	27,8%	3 324,9	-13,9%	MC (cena bieżąca)	7 868,9
marża EBITDA	17,9%	14,6%		15,2%		13,7%		EV (cena bieżąca)	13 412,6
EBIT	1 399,3	1 611,5	15,2%	2 219,9	37,8%	1 560,9	-29,7%	Free float	54,5%
Zysk netto	858,7	1 220,0	42,1%	1 508,3	23,6%	966,6	-35,9%		
P/E	9,2	6,4		5,2		8,1		Zmiana ceny: 1m	5,0%
P/CE	3,5	3,0		2,5		2,9		Zmiana ceny: 6m	-7,7%
P/BV	0,5	0,5		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-17,4%
EV/EBITDA	3,0	4,1		3,5		4,7		Max (52 tyg.)	5,6
Dywid (%)	0,1	3,3		6,9		6,7		Min (52 tyg.)	4,1



Tauron był w tym roku jedną ze słabiej zachowujących się spółek energetycznych, co jest dla nas sporym zaskoczeniem, gdyż tak naprawdę negatywne tendencje obserwowane na rynku dotyczą tę spółkę w najmniejszym stopniu, a segmenty które stanowią trzon Grupy powinny w przyszłym roku kontynuować pozytywne momentum. Podtrzymujemy opinię, że Spółka ma duże szanse zaskoczyć bardzo sceptyczny konsensus rynkowy, co w trudnym dla branży roku 2013 będzie ewenementem i powinno pozwolić na rozerwanie korelacji z podmiotami eksponowanymi na segment wytwarzania. Naszym zdaniem poziom dywidendy z tegorocznego zysku zostanie utrzymany, co będzie implikować prawie 7% yield, porównywalny z CEZ czy PGE. Aktualnie wartość całego koncernu (EV) jest zbliżona do wartości regulacyjnej aktywów w dystrybucji, tak więc pozostałe 1,2 mld PLN strumienia EBITDA rynek wycenia na zero. Biorąc powyższe kwestie pod uwagę utrzymujemy rekomendację Kupuj.

Niskie oczekiwania rynku szansą na pozytywne zaskoczenia

W tym roku rynek ignorował istotne pozytywne zaskoczenia na wynikach kolejnych kwartałów obawiając się znacznego pogorszenia rentowności w 2013. Oczywiście istnieje kilka obiektywnych elementów, które obniżą EBIT koncernu w kolejnych kwartałach (brak KDT-ów, spadek cen energii), ale po pierwsze nastąpi to ze znacznie wyższej bazy (konsensus zysku netto na ten rok jest już wykonany po 3Q), a po drugie głównym motorem tegorocznej poprawy są segmenty dystrybucji i obrotu, które w 2013 nie powinny ucierpieć na niekorzystnym makro. Dodatkowo buforem bezpieczeństwa będą oszczędności kosztowe: dalsza integracja aktywów GZE, brak wysokich rezerw na PDO (120 mln PLN w 2012) oraz konwersja starych mocy wytwórczych (wyłączenie 400 MW bloków węglowych i uruchomienie 110 MW w biomase i 50 MW w „nowym” węglu). Źródłem zaskoczenia dla rynku może być pozycja na uprawnieniach CO₂, gdyż w naszej opinii na ostatniej prezentacji Zarząd przedstawił tę kwestię bardzo konserwatywnie z uwagi na założony wysoki poziom produkcji, który naszym zdaniem nie ma szans na wykonanie.

Kontynuacja restrukturyzacji kosztowej

Jeszcze w tym roku Zarząd planuje ogłoszenie nowego planu redukcji kosztów, w którym pojawią się konkretne zamierzenia na kolejne lata. Wiele będzie zależało od szczegółów, ale faktem jest że w ramach sektora Tauron oferuje największy potencjał optymalizacji w tym zakresie i jej efekty powoli są już widoczne. W przyszłym roku koszty wynagrodzeń z uwagi na przeprowadzone w tym roku zwolnienia powinny spaść o 50-70 mln PLN (nie licząc spadku rezerw na odprawy, które w tegorocznym sprawozdaniu sięgną około 120 mln PLN). Źródłem poprawy marży będzie także segment dystrybucji gdzie regulacyjny model kosztowy obowiązuje do 2015 roku (potencjał konsumowania synergii z GZE).

Wzrost długu wolniejszy niż oczekuje rynek

W pierwszych trzech kwartałach Tauron zwiększył zadłużenie o 468 mln PLN, ale tylko ze względu na wypłaconą dywidendę w kwocie 543 mln PLN. Operacyjne przepływy pieniężne w tym okresie wyniosły 2,4 mld PLN (wzrost r/r o 33%) i w pełni finansowały ponoszone nakłady inwestycyjne. Szacujemy, że na koniec roku dług netto do EBITDA wyniesie około 1,3 i choć oczywiście wskaźnik ten będzie rosnąć w 2013 roku (choćaby efekt ubytku ponad 0,5 mld PLN KDT-ów ze strumienia EBITDA) to jednak tempo tego procesu będzie naszym zdaniem wolniejsze niż zakłada rynek. Powinno to wynikać zarówno z lepszych od konsensusu wyników finansowych, jak i potencjalnych opóźnień w projektach inwestycyjnych, które ze względu na procedury przetargowe są już faktem. Nie jest też wykluczone, że Tauron zrezygnuje z którejś ze swoich flagowych inwestycji (np. Elektrowni Blachownia, która jako typowa moc szczytowa oparta na gazie będzie trudna do obrony w biznesplanie ze względu na wysoki koszt zmienny i brak wsparcia kolorowych certyfikatów).

Telekomunikacja

- **Spowalniająca polska gospodarka oraz rosnąca stopa bezrobocia kreować będzie niekorzystne otoczenie dla spółek telekomunikacyjnych i wpłynąć na utrzymywanie się odpływu abonentów stacjonarnych usług głosowych. Jednocześnie ruchy cenowe wykonane przez operatorów stacjonarnych i mobilnych spowodują spadek ARPU z usług głosowych.**
- **Działania UKE w nadchodzącym roku będą zmierzały w kierunku przydzielenia częstotliwości z zakresu 800 MHz, 1800 MHz oraz 2600 MHz oraz pobudzenia inwestycji w szerokopasmowy internet w celu powiększenia przepustowości łączy oferowanych klientom. Inicjatywa ta może sprzyjać Netii i TPSA w odzyskiwaniu konkurencyjności względem operatorów telewizji kablowych.**
- **Rentowności dywidendowe oferowane przez telekomy (8,4% w TPSA i 8,2% według naszych prognoz w Netii) czynią z tych spółek ciekawe pozycje inwestycyjne szczególnie przy uwzględnieniu spadających rentowności polskich obligacji skarbowych oraz przewidywanych obniżek stóp procentowych.**

Kluczowe rekomendacje: TPSA (Akumuluj), Netia (Akumuluj)

Otoczenie rynkowe pozostanie w przyszłym roku niesprzyjające dla spółek telekomunikacyjnych. W stacjonarnej usłudze głosowej utrzymać się będzie odpływ abonentów (wolniejszy niż w ubiegłym roku w TPSA, szybszy r/r w Netii), na który wpływ będzie też pewnie miało spowolnienie polskiej gospodarki i wzrost bezrobocia. Dodatkowo, silna presja konkurencyjna wpłynęła na obniżenie pod koniec 2012 roku cen usługi u głównych graczy (tłumaczone jako zwiększenie atrakcyjności cenowej usługi względem mobilnych usług głosowych) i w pierwszych kwartałach przyszłego roku powodować ona będzie spadek średniego przychodu z usługi. Spowolnienie gospodarcze i presja konkurencyjna na obniżenie cen będzie również odciskać swoje piętno w segmencie mobilnych usług głosowych.

Z drugiej strony źródła wzrostu liczby abonentów i wyniku widzimy w usłudze szerokopasmowego dostępu do mobilnego internetu oraz w transmisji danych. Od początku przyszłego roku dojdzie do zlikwidowania asymetrii stawek za zakańczanie połączeń do sieci mobilnych (MTR) oraz ogólnego obniżenia ich wartości. Przełoży się to na osłabienie pozycji P4 w stosunku do największych operatorów telefonii komórkowej i potencjalnie umożliwi odzyskanie im części utraconych w poprzednich latach klientów. Wzmocni też stacjonarne segmenty spółek telekomunikacyjnych, gdyż dotychczasowa duża dysproporcja pomiędzy stawkami MTR i FTR (stawkami za zakańczanie połączeń w sieciach stacjonarnych) prowadziła do subsydiowania telefonii komórkowej przez telefonię stacjonarną.

Od strony regulacyjnej Urząd Komunikacji Elektronicznej ma w 2013 roku rozdysponować w drodze przetargów częstotliwości z zakresu 1800 MHz (początek roku) oraz 800 MHz i 1800 MHz (przełom 2013 i 2014 roku), które mogą posłużyć do uruchomienia usługi super szybkiego internetu mobilnego. Oczekuje się również, że UKE podejmie działania mające na celu pobudzenie w branży inwestycji w szerokopasmowy internet stacjonarny tak, by zwiększyć przepustowość oferowaną dla klientów. Naszym zdaniem, aby tego dokonać wprowadzone muszą zostać mechanizmy zwiększające stopę zwrotu z inwestycji w infrastrukturę. Mogą one obejmować duże dofinansowanie wydatków kapitałowych ze środków unijnych, bądź też ustanowienie stawek za hurtowe udostępnianie wybudowanej infrastruktury na poziomach satysfakcjonujących inwestującą spółkę. Wobec sprzeciwu Komisji Europejskiej wykluczamy scenariusz pozostawienia wybudowanej infrastruktury do wyłącznego użytkowania przez inwestora. Położenie przez UKE nacisku na jakość w miejsce ceny sprzyjałoby naszym zdaniem przede wszystkim TPSA, która cierpi z uwagi na brak konkurencyjności względem oferty operatorów telewizji kablowych, a z drugiej strony prowadzenie inwestycji w większą przepustowość oferowanych łączy jest dla niej nieopłacalne z uwagi na konieczność hurtowego udostępniania wybudowanej infrastruktury po narzuconych stawkach. Dofinansowanie inwestycji, bądź objęcie regulacjami UKE również operatorów telewizji kablowych byłoby ruchami sprzyjającymi również Netii.

Mimo niesprzyjającego otoczenia rynkowego telekomy są naszym zdaniem interesującą opcją inwestycyjną na nadchodzący rok z uwagi na potencjalną rentowność dywidendową. Telekomunikacja Polska oferuje nawet po obniżce tegorocznej dywidendy 8,4% rentowności, a Netia, jeśli nie uda jej się w najbliższych kilku miesiącach dokonać żadnego przejęcia, rozpocznie naszym zdaniem wypłacanie dywidendy zaczynając od 0,4 PLN na akcję (8,2% rentowności dywidendowej). Biorąc pod uwagę spadające rentowności polskich obligacji skarbowych, a także oczekiwane obniżki stóp NBP spółki telekomunikacyjne stają się interesującą alternatywą dla inwestorów utrzymujących wysoką alokację portfela inwestycyjnego w obligacjach i lokatach.



Netia (Akumuluj)

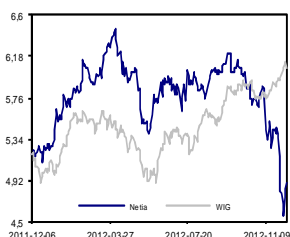
Cena bieżąca: 5,02 PLN

Cena docelowa: 5,4 PLN

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 569,3	1 618,8	3,2%	2 111,3	30,4%	2 034,3	-3,6%	Liczba akcji (mln)	381,8
EBITDA	586,4	611,5	4,3%	549,2	-10,2%	561,7	2,3%	MC (cena bieżąca)	1 916,8
marża EBITDA	37,4%	37,8%		26,0%		27,6%		EV (cena bieżąca)	2 217,2
EBIT	285,8	302,7	5,9%	69,4	-77,1%	86,9	25,2%	Free float	55,0%
Zysk netto	263,9	248,8	-5,7%	36,9	-85,2%	39,9	8,1%		
P/E	7,4	7,9		52,0		48,1		Zmiana ceny: 1m	-10,3%
P/CE	3,5	3,5		3,7		3,7		Zmiana ceny: 6m	-17,5%
P/BV	0,9	0,8		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	-5,4%
EV/EBITDA	3,0	4,1		4,0		3,8		Max (52 tyg.)	6,5
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		8,0		Min (52 tyg.)	4,6



Netia rozczarowała danymi operacyjnymi zaprezentowanymi w pierwszych trzech kwartałach 2012 roku oraz dwukrotnym obniżeniem przez Zarząd Spółki całorocznych oczekiwań w zakresie liczby sprzedawanych usług oraz przychodów, co doprowadziło do ponad 20% przeceny akcji Spółki od października. Naszym zdaniem stwarza to okazję inwestycyjną i skłania nas do zmiany naszego podejścia do Spółki. Choć podtrzymujemy opinię, że otoczenie konkurencyjne Netii pozostaje bardzo niesprzyjające i należy w przyszłym roku spodziewać się kontynuacji negatywnych trendów obserwowanych w danych operacyjnych Spółki, to jednak wysokie wolne przepływy pieniężne, jakie Spółka jest w stanie obecnie generować dają naszym zdaniem od obecnego poziomu wyceny potencjał wzrostowy dla kursu. Uważamy, że Spółka rozpocznie ostatecznie w przyszłym roku wypłacać dywidendę (na początek 0,4 PLN na akcję), która przekłada się na bardzo atrakcyjną w obecnych warunkach rynkowych rentowność w wysokości 8,2%. W związku z powyższym podnosimy naszą rekomendację dla Netii do Akumuluj (poprzednio Redukuj), a cenę docelową do 5,4 PLN na akcję (poprzednio 5,6 PLN).

Otoczenie trudne również w 2013 roku

Oczekujemy, że przyszły rok przyniesie kontynuację presji konkurencyjnej na rynku i spadku liczby abonentów usług głosowych, a dodatkowy wpływ na zachowanie klientów może mieć spowolnienie wzrostu gospodarczego w kraju i bezrobocie. Jednocześnie z uwagi na podjęte w 2H2012 decyzje o obniżce cen usług głosowych i dostępu szerokopasmowego, pierwsze półrocze będzie również stało pod znakiem spadku ARPU z tych usług. Przewidujemy, że usługa telewizyjna nadal będzie miała w ofercie Netii marginalne znaczenie i wprowadzenie technologii smooth streamingu nie wpłynie na istotne pobudzenie sprzedaży pakietów telewizyjnych.

Część synergii do rozpoznania w przyszłym roku

Wsparcie dla przyszłorocznych wyników mimo niesprzyjającego otoczenia konkurencyjnego będą synergii generowane po akwizycjach Crawley Data Poland i Telefonii Dialog. Szacujemy, że w toku 2012 roku Netia rozpozna około 85 mln PLN synergii, co pozostawia około 35 mln PLN synergii kosztowych do rozpoznania w 2013 roku. Synergii te pozwolą w 2013 roku na poprawę wyniku EBITDA w ujęciu r/r mimo spodziewanej erozji bazy abonenckiej i spadku średniego przychodu na abonenta.

Silne przepływy pieniężne

Mimo słabego tempa rozwoju Netia bardzo dobrze prezentuje się pod kątem generowanej w toku działalności gotówki. W ciągu pierwszych trzech kwartałów 2012 roku Netia wygenerowała 402,2 mln PLN przepływu z działalności operacyjnej (1,10 PLN na akcję) oraz 190,3 mln PLN wolnych przepływów pieniężnych (0,50 PLN na akcję), mimo negatywnego wpływu, jaki na poziom generowanej gotówki w 3Q miała operacja wewnątrzgrupowej sprzedaży elementów sieci, który spowodował tymczasowy wpływ 14,5 mln PLN środków w formie podatku VAT. Wysokie wolne przepływy pozwalają Spółce na bardzo szybką redukcję zadłużenia powstałego po akwizycjach Crawleya i Telefonii Dialog (spadek zadłużenia netto od początku roku z 538,7 mln PLN do 458,8 mln PLN mimo wyższego zapłaconego VAT i wykupienia akcji własnych za 70,4 mln PLN).

Duża szansa na dywidendę

Wysoki poziom generowanej gotówki daje bardzo duże szanse, że począwszy od 2013 roku Netia rozpocznie regularną wypłatę dywidendy z zysku. Jedyną przeszkodą w wypłacie dywidendy są potencjalne przejścia, jednak z uwagi na przedłużający się proces prywatyzacji TK Telekom, a także deklaracje PGE na temat rezygnacji ze sprzedaży Exatela szanse na to, że w ciągu najbliższych miesięcy uda się przejąć któryś z tych podmiotów są niewielkie i Spółka wypłaci naszym zdaniem w 2013 roku 0,4 PLN dywidendy na akcję (8,3% rentowności dywidendowej).



TP SA (Akumuluj)

Cena bieżąca: 11,97 PLN Cena docelowa: 13,3 PLN

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2012-11-26

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	15 715,0	14 922,0	-5,0%	14 147,4	-5,2%	13 187,5	-6,8%	Liczba akcji (mln)	1 324,7
EBITDA	4 700,0	5 920,0	26,0%	4 935,3	-16,6%	4 712,1	-4,5%	MC (cena bieżąca)	15 856,5
marża EBITDA	29,9%	39,7%		34,9%		35,7%		EV (cena bieżąca)	20 432,5
EBIT	908,0	2 217,0	144,2%	1 405,3	-36,6%	1 234,3	-12,2%	Free float	48,5%
Zysk netto	108,0	1 918,0	1675,9%	885,0	-53,9%	653,5	-26,2%		
P/E	148,1	8,3		17,9		24,3		Zmiana ceny: 1m	-1,7%
P/CE	4,1	2,8		3,6		3,8		Zmiana ceny: 6m	-30,5%
P/BV	1,1	1,1		1,2		1,3		Zmiana ceny: 12m	-32,7%
EV/EBITDA	4,2	3,1		4,1		4,5		Max (52 tyg.)	17,9
Dywid (%)	12,5	12,5		12,6		8,4		Min (52 tyg.)	11,7



Chociaż momentum na wynikach TPSA będzie w najbliższym czasie słabe, uważamy że silna przecena akcji, jaka miała miejsce od chwili przyspieszonej publikacji wyników za 3Q2012 (-27,2% od połowy października) dyskontuje negatywny scenariusz nakreślony przez Zarząd w związku ze wzrostem konkurencji na rynku. Wysoka rentowność dywidendowa, rekordowa w zestawieniu ze stopami zwrotu oferowanymi na rynku pieniężnym i rynku obligacji skarbowych czyni z akcji TPSA ciekawą alternatywę inwestycyjną. W połączeniu z potencjalnymi pozytywnymi niespodziankami w odniesieniu do wysokości capexu przekłada się to na istotny potencjał wzrostowy. Podtrzymujemy rekomendację Akumuluj z ceną docelową 13,3 PLN.

Trendy w działalności operacyjnej nadal niekorzystne

Chociaż tempo odpływu liczby abonentów stacjonarnych usług głosowych zaczyna stopniowo maleć (2,5% odpływu bazy klientów w 3Q2012 wobec średnio 3,3% kwartalnego odpływu w 1H2012) to właśnie erozja bazy klientów i ARPU w tej usłudze pozostaje największą bolączką Spółki. Oczekujemy, że wprowadzone w końcu 2012 roku obniżki cen pakietów przełożą się na spadek tempa odpływu klientów jednak za cenę niższego ARPU. W usłudze mobilnej z uwagi na ofertę nielimitowanych rozmów i smsów wprowadzoną przez P4 i Polkomtel Spółka będzie musiała się zmierzyć ze spadkiem ARPU generowanego przez najbardziej dochodowych klientów, jednak wobec atrakcyjniejszej cenowo kontrpropozycji TPSA może to zostać częściowo zrekomensowane przez pozyskanie nowych klientów. Pozytywnie na wyniki Spółki powinny z kolei wpływać wzrost ARPU z transmisji danych oraz wzrost użytkowników mobilnego internetu.

Możliwe pozytywne zaskoczenie po stronie capexu?

Zarząd TPSA szacuje, że nakłady kapitałowe związane z zakupem częstotliwości z zakresów 800 MHz, 1800 MHz oraz 2600 MHz w ramach przetargów organizowanych przez Urząd Komunikacji Elektronicznej wyniosą 1-2 mld PLN. Większość inwestorów oczekuje, że wydatki poniesione przez TPSA ukształtują się w górnej granicy przedziału podanego przez Zarząd (Prognoza DI BRE to 1,75 mld PLN), jednak z uwagi na presję konkurencyjną, jaka ma obecnie miejsce na rynku i spadającą rentowność świadczonych usług, uczestnicy przetargu mogą nie być skłonni do licytowania wysokich cen za sprzedawane pasma i ostateczne ceny mogą okazać się niższe od obecnych oczekiwań rynkowych. Niższe wydatki kapitałowe zostałyby pozytywnie odebrane przez rynek i dały Spółce dodatkowy potencjał wzrostowy dla kursu.

Atrakcyjna rentowność dywidendowa?

Przy założeniu utrzymania w średnim terminie obniżonego poziomu dywidendy obecna wycena Telekomunikacji Polskiej implikuje rentowność dywidendową na poziomie 8,5%. Zważywszy na niskie poziomy rentowności obligacji skarbowych i oczekiwany dalszy spadek stóp NBP rentowność ta czyni z TPSA interesującą alternatywę dla inwestorów alokujących sporą część swojego portfela inwestycyjnego w lokatach bądź obligacjach skarbowych. Nadwyżka rentowności dywidendowej TPSA nad rentowność 10-letnich obligacji skarbowych osiągnęła obecnie rekordowy w historii poziom 4,5% (przy średniej dla ostatnich 5 lat na poziomie 2,7%). Oczekujemy, że w miarę jak zgodnie z naszymi oczekiwaniami napływać będą pozytywne wiadomości dla światowej gospodarki premia za ryzyko wymagana przez inwestorów będzie stopniowo maleć wpływając na wzrost notowań TPSA.

Możliwość podniesienia wypłaty z zysku w kolejnych latach?

Potencjalny niższy wpływ gotówki w związku z zakupem częstotliwości w połączeniu z wolnymi przepływami pieniężnymi, które według naszych szacunków istotnie przekraczają poziom wymagany wypłatą 1 PLN dywidendy mogą skutkować podniesieniem poziomu wypłaty z zysku w następnych latach, co dodatkowo zwiększy rentowność dywidendową oferowaną przez Spółkę.

Media

- **Otoczenie makroekonomiczne** pozostanie w przyszłym roku niesprzyjające dla spółek mediowych. Wydatki reklamowe spadną o 4% r/r. Kontynuowany będzie trend migracji reklamodawców z prasy i czasopism do internetu.
- **Rosnący zasięg naziemnej telewizji cyfrowej (DTT)** zwiększać będzie znaczenie małych podmiotów na rynku telewizyjnym. DTT przybliżyć również będzie nasycenie rynku płatnej telewizji konkurując przede wszystkim o wrażliwego cenowo klienta.
- **Inwestorzy** rozgrywać będą przyszłe ożywienie na rynku reklamowym w mniejszym stopniu przywiązując wagę do przyszłorocznego pogorszenia wyników spółek (częściowo niwelowanego przez wprowadzane oszczędności kosztowe).
- **Najciekawszą inwestycją** w segmencie jest TVN, który wydaje się najlepszą ekspozycją na przyszłe ożywienie w reklamie, a w nadchodzącym roku powinien być dodatkowo beneficjentem sprzedaży Onetu oraz połączenia 'n' i Cyfry+. Widzimy również szansę na zwiększanie zaangażowania w spółkę przez Canal+ i ostateczne przejęcie kontroli nad TVN przez francuski koncern.
- **Potencjał wzrostowy** widzimy również w Cinema City, które eksponowane jest głównie na bardziej odporny na spowolnienie rynek kinowy, a w bieżącym roku powinno korzystać dodatkowo na dalszym rozwoju sieci kinowej i oszczędnościach kosztowych.

Kluczowe rekomendacje: Cinema City (Akumuluj), TVN (Akumuluj)

Pozytywny scenariusz, jaki przewidujemy dla rynku akcji będzie powodował poszukiwanie przez inwestorów spółek z dużą betą. Interesującym z tego punktu widzenia segmentem są naszym zdaniem media, chociaż wyniki 2013 roku wciąż będą jeszcze pod wpływem spowolnienia na rynku reklamy.

Jak dotąd spadki wydatków reklamowych nie wykazują żadnych oznak łagodzenia tempa. Przeciwnie, 4Q2012 przynosi według informacji przekazywanych przez spółki i domy mediowe zaostrenie tempa spadku rynku reklamowego. Ponieważ czwarty kwartał 2011 roku był początkiem załamania na rynku reklamy (-3,5% r/r w 4Q2011 vs. +4,3% r/r w 1-3Q2011), a co za tym idzie baza odniesienia dla czwartego kwartału jest mocno obniżona, przyspieszenie tempa spadków w końcówce 2012 roku stanowi naszym zdaniem bardzo zły prognostyk dla polskiego rynku reklamy w 2013 roku.

Tezę tę zdają się potwierdzać prognozy makroekonomiczne. BRE Bank oczekuje, że w 2012 roku wzrost PKB wyniesie ostatecznie 2,1%. Na 2013 rok oczekiwany jest natomiast spadek dynamiki wzrostu do 0,5%, co w naszej opinii przekreśla szanse na wyraźną poprawę sytuacji w branży reklamowej w przyszłym roku. Większych nadziei na poprawę sytuacji na rynku polskim nie daje również analiza globalnego rynku. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami kluczem do wyjścia światowej gospodarki z kryzysu powinna być poprawa sytuacji w USA i to tamtejszy rynek reklamowy powinien dać wyprzedzający sygnał dla poprawy sytuacji. Tymczasem prognozy ZenithOptimedia Group przewidują obniżenie się dynamiki wzrostu wydatków reklamowych w 2013 roku do 3,6% wobec 4,3% w 2012 rok. W przypadku rynku zachodnioeuropejskiego przewidywany jest w 2013 roku niewielki, 1,7% wzrost wydatków reklamowych wobec 0,7% spadku w 2012 roku.

Uwzględniając powyższe czynniki prognozujemy, że rynek reklamowy w Polsce spadnie w 2013 roku o 4% r/r wobec 6% spadku odnotowanego w 2012 roku. Najbardziej cierpieć będą nadal segmenty prasy (-18% r/r) i czasopism (-16% r/r). Wydatki reklamowe w telewizji spadną o 5,5% r/, w radio o 3%, a w outdoorze o 6%. Wzrosty wydatków reklamowych nastąpią jedynie w internecie (+10% r/r) i w kinie (+3% r/r).

W segmencie telewizyjnym na kształt rynku będzie miał dodatkowo wpływ prowadzony proces cyfryzacji. W listopadzie wyłączono nadawanie analogowe w 390 gminach w Polsce i nadal podtrzymywany jest termin całkowitego wyłączenia nadawania analogowego w lipcu 2013 roku. Szacuje się, że obecnie około 1,8 mln gospodarstw domowych (około 12,7%) wciąż odbiera jedynie naziemną telewizję analogową. Po całkowitym przejściu na nadawanie cyfrowe dla tej części Polaków wzrośnie dostępna oferta programowa (do 21 programów).

Słabe perspektywy 2013 roku nie zrażają jednak naszym zdaniem inwestorów, którzy obserwując pozytywne dla światowej gospodarki trendy będą dyskontować już przyszłe ożywienie na rynku reklamowym, nawet jeśli nastąpi ono dopiero w trakcie 2014 roku. Ponadto, niekorzystne krótkoterminowe trendy na przychodach reklamowych Agora i TVN będą starały się rekompensować oszczędnościami w kosztach działalności, co dodatkowo umocni wiarę inwestorów w możliwość szybkiej poprawy wyników w momencie ożywienia w reklamie. Najbardziej interesującym podmiotem w sektorze jest naszym zdaniem TVN, który dzięki zamknięciu transakcji sprzedaży Onetu mocno zredukuje swoje zadłużenie, a połączone platformy 'n' i Cyfra+ zaczną generować duże synergije kosztowe i staną się poważną konkurencją dla lidera: Cyfrowego Polsatu. Drugim podmiotem, w którym dostrzegamy potencjał wzrostowy jest Cinema City, które mimo niekorzystnego wpływu EURO 2012 odnotuje



Agora (Trzymaj)

Cena bieżąca: 9,99 PLN

Cena docelowa: 10,3 PLN

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 116,7	1 234,6	10,6%	1 155,3	-6,4%	1 121,0	-3,0%	Liczba akcji (mln)	50,9
EBITDA	167,3	144,7	-13,5%	87,3	-39,6%	80,9	-7,4%	MC (cena bieżąca)	508,9
marża EBITDA	15,0%	11,7%		7,6%		7,2%		EV (cena bieżąca)	473,3
EBIT	84,9	51,9	-38,9%	-4,7		-12,0	151,9%	Free float	81,4%
Zysk netto	71,9	42,2	-41,3%	-2,7		-10,6	291,6%		
P/E	7,1	12,1						Zmiana ceny: 1m	17,5%
P/CE	3,3	3,8		5,7		6,2		Zmiana ceny: 6m	5,2%
P/BV	0,4	0,4		0,4		0,4		Zmiana ceny: 12m	-21,8%
EV/EBITDA	2,6	2,9		5,4		6,2		Max (52 tyg.)	13,1
Dywid (%)	5,0	5,0		10,0		5,0		Min (52 tyg.)	6,4



Utrzymujący się spadek wartości rynku reklamowego oraz kurcząca się sprzedaż prasy codziennej pozostaną w nadchodzącym roku głównymi czynnikami wpływającymi na wyniki generowane przez Agorę, ale podjęte kroki oszczędnościowe pozwolą by w dużym stopniu zrekompensować oczekiwaną erozję przychodów. Agora stara się w coraz większym stopniu uniezależnić się od segmentu prasowego poprzez inwestycję w perspektywiczne segmenty takie jak kino, outdoor i internet. W krótkim okresie inwestycje te będą dodatkowo obciążały i tak nadwyreżony już przez spowolnienie w reklamie strumień generowanych środków pieniężnych i spowodują dalsze zmniejszenie poziomu gotówki netto w Spółce. Z drugiej strony, mimo że kryzys mocno nadwątlił wartość poszczególnych aktywów spółki (zarówno poprzez erozję wyników jak i obniżenie wskaźników wyceny) wycena SOTP wciąż implikuje pewien potencjał wzrostowy wobec obecnej wyceny rynkowej. Podtrzymujemy rekomendację Trzymaj z ceną docelową 10,3 PLN na akcję.

Oszczędności kosztowe złagodzą spadek wyniku

Słabość rynku reklamowego w połączeniu ze spadkiem czytelnictwa spowodowały, że Agora zdecydowała się na kolejny proces restrukturyzacji zatrudnienia (pod koniec 2008 roku zdecydowano się m.in. na redukcję zatrudnienia o 400 etatów). W wyniku wprowadzonych cięć liczba zatrudnionych pracowników ma zmniejszyć się w 2013 roku o 250 osób. Szacujemy, że całoroczne oszczędności z tytułu niższego zatrudnienia wyniosą około 24 mln PLN, przy czym około 15 mln PLN oszczędności zostanie rozpoznanych w 2013 roku, a reszta widoczna będzie w wynikach dopiero w 2014 roku. Dodatkowo spodziewamy się, że Spółka podejmie szereg inicjatyw mających na celu zmniejszenie innych grup kosztowych (materiałów i energii, usług obcych). Prognozujemy, że podjęte działania przyniosą oszczędności w wysokości około 20 mln PLN (z pominięciem wzrostu kosztów wynikającego z rozbudową sieci kinowej).

Wysokie nakłady kapitałowe w najbliższych latach

W przyszłym roku Agora planuje otwarcie pięciu nowych obiektów kinowych, na które nakłady pochłoną około 30-35 mln PLN. Ponadto, w związku ze zwycięstwem w przetargu na wiaty warszawskie konsorcjum Stroera i AMS (udział konsorcjantów po 50%) w ciągu najbliższych trzech lat poniesie wydatki kapitałowe w wysokości 80 mln PLN w związku z wymianą 1580 wiat przystankowych. Harmonogram przewiduje wymianę około 180 wiat w przyszłym roku oraz po 700 wiat w latach 2014 i 2015. Przekładać się to będzie na odpowiednio 4 mln PLN, 18 mln PLN i 18 mln PLN dodatkowego capexu dla Agory koniecznego do poniesienia w okresie 2013-2015. Dodatkowe wydatki kapitałowe w połączeniu z presją na poziom rentowności EBITDA przekładać się będą na duży spadek wolnych przepływów pieniężnych kreowanych w najbliższych 2 latach. Skutkować to może decyzją Spółki o zawieszeniu wypłat dywidendy do czasu zakończenia okresu wzmoczonych inwestycji lub do czasu poprawy sytuacji na rynku reklamowym.

Wycena SOTP

Według naszych szacunków przy obecnych wynikach i na obecnych wycenach aktywów suma wartości segmentów Agory pomniejszona o koszty holdingowe wynosi około 601 mln PLN (prasa: 320 mln PLN, Internet 151 mln PLN, outdoor 153 mln PLN, kino 191 mln PLN, czasopisma 20 mln PLN, radio 26 mln PLN, gotówka netto 40 mln PLN i wycena wyłączeń konsolidacyjnych -300 mln PLN, tj 11,8 PLN na akcję). Potencjał wzrostowy wobec obecnej wyceny rynkowej stanowi pewną przeciwwagę dla słabego otoczenia rynkowego i oczekiwanego w krótkim okresie dalszego pogorszenia wyników Spółki. Dodatkowo inwestorzy w szacunkach wartości SOTP mogą grać na poprawę wskaźników wyceny części aktywów oraz przyszłą poprawę wyników części segmentów, w szczególności tych najbardziej perspektywicznych.



Cinema City (Akumuluj)

Cena bieżąca: 34,13 PLN Cena docelowa: 36,5 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn EUR)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)
Przychody	234,5	267,5	14,0%	282,9	5,8%	306,3	8,3%	Liczba akcji (mln) 51,2
EBITDA	56,2	50,1	-10,8%	60,5	20,6%	68,7	13,6%	MC (cena bieżąca) 1 747,5
marża EBITDA	24,0%	18,7%		21,4%		22,4%		EV (cena bieżąca) 2 113,6
EBIT	36,3	24,7	-32,0%	30,0	21,2%	35,3	17,9%	Free float 31,1%
Zysk netto	30,4	20,9	-31,1%	23,1	10,2%	27,3	18,3%	
P/E	14,0	20,3		18,4		15,6		Zmiana ceny: 1m 13,5%
P/CE	8,5	9,2		7,9		7,0		Zmiana ceny: 6m 28,0%
P/BV	2,0	1,9		1,7		1,5		Zmiana ceny: 12m 19,7%
EV/EBITDA	7,9	9,6		8,5		7,2		Max (52 tyg.) 34,9
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.) 25,7



Wszystko wskazuje na to, że Cinema City w 2012 roku po raz kolejny odnotuje rekord sprzedaży biletów i najwyższy historycznie poziom wyniku EBITDA. Stanie się tak mimo dużego spadku sprzedaży biletów jaki miał miejsce w Polsce w 2Q2012 (około -20% r/r) w związku z Mistrzostwami Europy w piłce nożnej. Rok 2013 przyniesie w Cinema City dalszą rozbudowę sieci kinowej, a także restrukturyzację aktywów przejętych od Palace Cinema, co w widoczny sposób będzie przekładało się na wyniki finansowe osiągnięte przez Spółkę. Jednocześnie spowolnienie gospodarcze jakie będzie miało miejsce w Polsce powinno mieć niewielki wpływ na Spółkę z uwagi na dywersyfikację geograficzną (z Polski pochodzi obecnie około 37,5% przychodów), a także relatywnie niewielki wpływ koniunktury gospodarczej na poziom wydatków na rozrywkę kinową. Choć obecna wycena rynkowa charakteryzuje się na niewielką premię w stosunku do spółek porównywalnych (+5,8% na bazie EV/EBITDA 2013 i +5,2% na bazie P/E 2013) to jednak taki poziom premii wydaje nam się w pełni uzasadniony programem rozbudowy sieci, który będzie przekładał się na szybszą poprawę wyników niż u działających na dojrzałych rynkach konkurentów. W związku z powyższym wyznaczamy naszą nową cenę docelową dla akcji Spółki na poziomie 36,5 PLN na akcję (poprzednio 33,5 PLN) i podnosimy naszą rekomendację do Akumuluj (poprzednio Trzymaj).

Planowany rozwój sieci kinowej

W 2012 roku liczba sal kinowych w sieci Cinema City powiększy się według naszych szacunków o około 50 ekranów. Z kolei na 2013 rok zakładamy wzrost liczby sal o kolejne 50 ekranów (wzrost o około 5,3% r/r). Nowe otwarcia będą miały miejsce głównie na rynku rumuńskim (oczekujemy 30 nowych sal kinowych) i bułgarskim (20 sal). Na poprawę wyników będą wpływały też kina otwarte w trakcie 2012 roku, w szczególności 21-salowy Yes Planet w Rishon LeZion otwarty w drugiej połowie bieżącego roku, którego przyszłoroczną EBITDA szacujemy na 7 mln EUR (+3 mln EUR r/r).

Dalsze oszczędności kosztowe

W przyszłym roku Cinema City kontynuować będzie inicjatywy mające na celu ograniczenie kosztów prowadzonej działalności. Do najważniejszych kroków mających na celu poprawę rentowności należy dalsza restrukturyzacja aktywów przejętych od Palace Cinema. Oczekujemy, że w 2013 dojdzie do renegotjacji kolejnych umów najmu, co obniży koszty działalności o około 0,5 – 1 mln EUR. Dodatkowo, dzięki przeprowadzeniu pełnej cyfryzacji sieci kinowej i przejściu na dystrybucję kopii cyfrowych Spółka jest w stanie obniżyć w przyszłym roku koszty obsługi kinowej, co przyniesie według naszych kalkulacji dodatkowo 1 mln EUR oszczędności.

Kino niewrażliwe na spowolnienie

Wobec oczekiwanej słabej dynamiki PKB w Polsce inwestorzy będą poszukiwali spółek w niewielkim stopniu wrażliwych na polskie makro, które jednocześnie dają ekspozycję na późniejsze ożywienie. Kino historycznie wykazywało dużą odporność na spowolnienie tempa wzrostu gospodarki. Mimo zwalnającej dynamiki PKB w 2012 roku pobity zostanie z dużym prawdopodobieństwem rekord frekwencji kinowej w Polsce. Poprzedni rekord pochodził z 2009 roku, a zatem z poprzedniego dna cyklu gospodarczego. W połączeniu z bazą odniesienia, która na rynku polskim będzie mocno obniżona z uwagi na tegoroczne Mistrzostwa Europy w piłce nożnej (które wpłynęły na ponad 20% spadek sprzedaży biletów w trakcie turnieju) daje to naszym zdaniem duży potencjał do osiągnięcia kolejnego rekordu frekwencji kinowej w nadchodzącym roku.



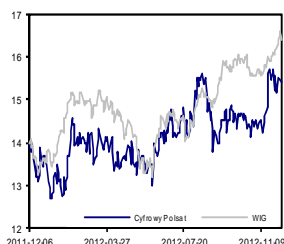
Cyfrowy Polsat (Trzymaj)

Cena bieżąca: 16,86 PLN Cena docelowa: 15,6 PLN

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 477,8	2 365,9	60,1%	2 752,4	16,3%	2 723,5	-1,1%	Liczba akcji (mln)	348,4
EBITDA	402,3	735,2	82,7%	987,0	34,3%	901,0	-8,7%	MC (cena bieżąca)	5 873,2
marża EBITDA	27,2%	31,1%		35,9%		33,1%		EV (cena bieżąca)	7 669,4
EBIT	321,1	560,3	74,5%	757,7	35,2%	641,9	-15,3%	Free float	51,5%
Zysk netto	253,8	160,2	-36,9%	510,6	218,8%	423,3	-17,1%		
P/E	17,8	36,7		11,5		13,9		Zmiana ceny: 1m	6,2%
P/CE	13,5	17,5		7,9		8,6		Zmiana ceny: 6m	9,1%
P/BV	10,6	3,1		2,4		2,1		Zmiana ceny: 12m	11,6%
EV/EBITDA	17,3	11,0		7,8		8,2		Max (52 tyg.)	15,7
Dywid (%)	3,4	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	12,7



Cyfrowy Polsat pozytywnie zaskoczył w kończącym się roku uzyskiwanymi wynikami, głównie za sprawą wprowadzonych oszczędności w obszarze kosztów programingu (głównie kontentu sportowego) oraz kosztów windykacji i odpisów należności. W nadchodzącym roku Spółce trudno już będzie niwelować ubytek przychodów reklamowych cięciami kosztów ramówki (Telewizja Polsat zapowiedziała, że to udziały w oglądalności będą przyszłorocznym priorytetem Spółki i nie należy spodziewać się istotnych cięć w kosztach produkcji telewizyjnej). Dodatkowo, po tym jak UKE rozdysponuje częstotliwości 1800 MHz, już w przyszłym roku może pojawić się nowa konkurencja w obszarze superszybkiego internetu, co wywoła dodatkową presję na rentowność i utrudni dalszy rozwój usługi. W segmencie płatnej telewizji spodziewamy się nasycenia rynku i zaostrzenia presji konkurencyjnej w związku z przejściem na nadawanie cyfrowe w naziemnej telewizji oraz połączenie 'n' i Cyfry Plus. Podtrzymujemy rekomendację Trzymaj.

Oferta internetowa z nową konkurencją

Obszarem, który zdaniem Zarządu ma przynieść dalszy wzrost skali działalności i wyników Spółki jest usługa mobilnego szerokopasmowego dostępu do internetu, która jest świadczona na bazie infrastruktury i częstotliwości NFI Midas. Do tej pory jednak oferta ta cieszy się umiarkowanym zainteresowaniem. Według stanu na połowę listopada Cyfrowy Polsat posiadał około 130 tys. klientów usługi internetowej, mimo przeprowadzanych obniżek cen abonamentu. Głównym powodem jaki zdaniem Spółki wpływa na nieduże zainteresowanie ofertą jest niski poziom pokrycia kraju internetem w technologii LTE (około 35% populacji). Technologia HSPA+, w której Cyfrowy Polsat świadczy usługę na pozostałych obszarach nie wyróżnia oferty Spółki na tle ofert operatorów telefonii mobilnej i w miarę jak zasięg LTE będzie się powiększał tempo pozyskiwania klientów powinno rosnać. Naszym zdaniem ryzykiem dla scenariusza są przetargi na częstotliwości 800MHz, 1800MHz oraz 2600 MHz organizowane przez UKE. Po ich przydzieleniu należy spodziewać się pojawienia większej konkurencji w obszarze superszybkiego internetu. Może to ograniczać perspektywy wzrostu liczby użytkowników oraz wywołać presję na rentowność usługi.

Naziemna telewizja cyfrowa

Zdaniem Cyfrowego Polsatu start naziemnej telewizji cyfrowej (DTT) jest dla Spółki szansą na pozyskanie nowych abonentów poprzez ofertę dedykowaną właśnie dla osób, które nie posiadają odpowiednich odbiorników telewizyjnych i są zmuszone do zakupu przystawek set-top-box. Naszym zdaniem jednak popularność zdobędzie jedynie oferta pre-paidowa, obejmująca zakup dekodera umożliwiającego kanałów DTT i 6 miesięczny dostęp do 8 kanałów premium za 149 PLN. Wygeneruje to krótkoterminowo dobry wynik na sprzedaży sprzętu, jednak po kwartale, w którym nastąpiła sprzedaż trudno będzie według nas namówić na płatną telewizję. Oferta post-paid obejmująca dekodery za 1 PLN oraz 14,9 PLN co miesiąc za 8 kanałów premium i kanały DTT cieszy się małym zainteresowaniem, co naszym zdaniem wynika z faktu, że jest ona mało konkurencyjna wobec oferty samej DTT, czy choćby oferty Cyfrowego Polsatu w kanale miniHD, gdzie za tą samą cenę klient otrzymuje szerszą ofertę programów.

Przychody reklamowe w trendzie spadkowym, małe szanse na oszczędności

Przychody reklamowe pozostaną w 2013 roku pod silną presją z uwagi na słabość rynku reklamowego. W 2012 roku Spółce udało się z sukcesem rekompensować spadki wpływów reklamowych poprzez obniżanie kosztów programingu. Cięcia dotknęły przede wszystkim kontentu sportowego (piłkarska Liga Mistrzów i Liga Europy) i naszym zdaniem w nadchodzącym roku trudno będzie osiągnąć oszczędności tym bardziej, że Telewizja Polsat zapowiada walkę o widza i nie przewiduje cięć w koszcie programingu.



TVN (Akumuluj)

Cena bieżąca: 9,98 PLN

Cena docelowa: 10,3 PLN

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 490,7	1 959,8	-21,3%	1 659,2	-15,3%	1 593,5	-4,0%	Liczba akcji (mln)	343,9
EBITDA	610,7	662,0	8,4%	496,9	-24,9%	467,3	-6,0%	MC (cena bieżąca)	3 431,9
marża EBITDA	24,5%	33,8%		29,9%		29,3%		EV (cena bieżąca)	5 394,3
EBIT	363,8	549,3	51,0%	424,9	-22,6%	393,4	-7,4%	Free float	40,9%
Zysk netto	42,8	-317,4		-72,5	-77,2%	184,7			
P/E	79,7					18,6		Zmiana ceny: 1m	29,6%
P/CE	11,8					13,3		Zmiana ceny: 6m	4,8%
P/BV	2,8	3,7		4,2		3,5		Zmiana ceny: 12m	-10,2%
EV/EBITDA	9,4	9,3		10,9		11,2		Max (52 tyg.)	12,1
Dywid (%)	3,1	0,4		1,0		1,0		Min (52 tyg.)	6,0



Mimo oczekiwanego przez nas spadku przychodów reklamowych i wyniku EBITDA TVN jest naszym zdaniem najlepszym pomysłem inwestycyjnym w sektorze mediów na nadchodzący 2013 rok. Dzięki sprzedaży Onetu spółka mocno ograniczy swój poziom zalewarowania, a połączenie 'n' z Cyfra+ wygeneruje duże synergije, które mocno zwiększą poziom wolnych przepływów pieniężnych generowanych przez nową platformę i odciążą TVN od bardzo wysokich nakładów inwestycyjnych jakie musiał ponosić w związku z rozwojem platformy. Wprowadzane oszczędności kosztowe łagodzą będą przyszlatoroczny ubytek EBITDA, a jednocześnie inwestorzy rozgrywać będą w naszej opinii późniejsze ożywienie w branży reklamowej i poprawę wyników spółki. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj z ceną docelową 10,3 PLN na akcję.

Oczekiwany spadek przychodów i oszczędności na kosztowe

Utrzymująca się słabość na rynku reklamowym powodować będzie presję na poziom EBITDA generowanej przez Spółkę. Z uwagi jednak na fakt, że TVN przystąpił do szukania oszczędności kosztowych dopiero w drugim półroczu wciąż posiada on duży potencjał redukcji kosztów. Wyniki trzeciego kwartału pokazały bardzo duże ograniczenie kosztów wynagrodzeń i oczekujemy, że począwszy od 4Q2012 Spółka dokonywać też będzie znacznych cięć w kosztach programingu, które pozwolą na złagodzenie przyszlatorocznego spadku generowanych wyników.

Sprzedaż Onetu obniży zalewarowanie

W listopadzie zamknięta została transakcja między TVN a Ringier Axel Springer dotycząca sprzedaży 75% udziałów w Onecie za 953 mln PLN. Choć Onet uważaliśmy za najbardziej perspektywiczne aktywo w Grupie, uzyskana cena sprzedaży (13,3xEV/EBITDA na bazie 2011 roku, około 13,7xEV/EBITDA 2012) naszym zdaniem rekompensuje całkowicie zarówno perspektywy rozwoju portalu, jak i synergije, jakie generował on na styku z segmentem telewizyjnym. Pozyskane na sprzedaży środki mają zostać na początku przyszłego roku wykorzystane do częściowej spłaty euroobligacji TVN, co pozwoli na znaczne zredukowanie zadłużenia netto Spółki i poprawi jej stabilność finansową.

Połączenie 'n' i Cyfry Plus

W grudniu doszło też do ostatecznego podpisania umowy pomiędzy TVN a Canal Plus, na mocy której dojdzie do połączenia platform cyfrowych Cyfra Plus i 'n'. TVN obejmie w połączonym podmiocie (nazywanym nC+) 32% akcji, a dotychczasowi akcjonariusze Cyfry Plus 68% (51% Canal+ i 17% UPC). Zarządy TVN i Canal+ szacują synergije płynące z połączenia obydwu podmiotów na około 250 mln PLN w przeciągu trzech lat. Powyższa wartość jest naszym zdaniem przesadzona i nie uwzględnia w naszym odczuciu m.in. negatywnych synergii jakie powstaną na poziomie przychodów w związku z eliminacją z bazy abonenckiej klientów posiadających dotąd pakiety obydwu platform. Szacujemy, że zjawisko *overlapu* może dotyczyć ponad 250 tys. klientów nC+. Wciąż jednak poziom synergii będzie na tyle istotny, by diametralnie poprawić poziom przepływów pieniężnych generowanych przez nowy podmiot i bardzo wzmocnić jego pozycję w relacji do głównego klienta: Cyfrowego Polsatu. Nowy podmiot stanie się finansowo samowystarczalny, co jest bardzo ważną informacją dla TVN, który ponosił dotąd bardzo wysokie nakłady inwestycyjne w związku z platformą 'n' (około 100 mln PLN tylko w skali 2012 roku).

Umocnienie złotego okazją do spłaty długu na atrakcyjnych warunkach

Na koniec trzeciego kwartału zadłużenie netto TVN sięgnęło 2,7 mld PLN i przekładało się na wskaźnik 4,8xEBITDA liczony za ostatnie 12 miesięcy. Zadłużenie TVN jest obecnie w przeważającej części w EUR i co daje Spółce szansę skorzystać na oczekiwanym przez nas umocnieniu polskiej waluty. Dodatkowo środki uzyskane na sprzedaży Onetu pozwolą na wykorzystanie umocnienia do zdelewarowania Spółki po korzystniejszym kursie.

IT

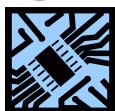
- **Rynek informatyczny w Polsce spadnie w 2012 roku o 1-2%. Wzrost wydatków generowany będzie przez sektor publiczny i sektor energetyczny. Spadku wydatków na informatykę spodziewamy się w sektorze bankowym, a także w sektorze przedsiębiorstw (szczególnie w obszarze małych i średnich przedsiębiorstw).**
- **Oczekiwane oszczędności budżetowe, gospodarstw domowych i przedsiębiorstw dotkną przede wszystkim sfery sprzętowej, co przełoży się na spadek wydatków na sprzęt IT o około 2-4%. Słaba koniunktura w dystrybucji IT sprzyjać będzie dalszej konsolidacji branży.**
- **W wewnątrzsektorowej selekcji preferujemy Sygnity, które po uzyskaniu zamówienia na e-podatki ustabilizuje przychody i poprawi wyniki w perspektywie najbliższych trzech lat, a także Action i AB, które będą największymi beneficjentami konsolidacji na rynku dystrybucji IT i ewentualnego opuszczenia przez Tech Data polskiego rynku.**

Kluczowe rekomendacje: Sygnity (Akumuluj), Action (Akumuluj)

Kończący się rok zakończy się najprawdopodobniej niewielkim 4-5% wzrostem wartości rynku informatycznego. Rok 2013 przyniesie w sektorze publicznym rozpoczęcie realizacji dużej części kontraktów rozpisywanych w ramach budowy elektronicznej administracji, współfinansowanej ze środków unijnych (siódma oś priorytetowa Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka). W sektorze bankowym nie należy się w naszej opinii spodziewać wielu nowych zamówień dla spółek informatycznych. Pewne prace wykonywane będą z uwagi na fuzje banków (przejęcie BZ WBK przez Santander, przejęcie Kredyt Banku przez BZ WBK), jednak co do zasady banki poszukiwać będą oszczędności w kosztach IT i może się to przełożyć na kilkuprocentowy spadek wartości segmentu w obszarze spółek finansowych. Poszukiwania źródeł oszczędności spodziewamy się również w sektorze przedsiębiorstw. Zwłaszcza małe i średnie przedsiębiorstwa przymuszone przez sytuację gospodarczą i pogarszającą się kondycję finansową mogą ciąć swoje wydatki na usługi i sprzęt informatyczny. Drugim segmentem, który obok sektora publicznego może nadal wykazywać wzrost zapotrzebowania na IT jest segment energetyczny, gdzie pogorszenie wyników nie będzie na tyle duże by powodować uruchamianie szerokich planów oszczędnościowych, a jednocześnie spółki z tego sektora wciąż wymagają nakładów na systemy do paszportyzacji majątku, systemy bilingowe, czy CRM.

Podsumowując, spodziewamy się, że wobec silnego hamowania polskiej gospodarki wydatki na IT mogą spaść w skali całego kraju o 1-2% r/r. Spadek ten w największym stopniu dotyczyć będzie wydatków na infrastrukturę i sprzęt, które są łatwo odracalne i stanowią najszybsze i najłatwiejsze źródło. W mniejszym stopniu oszczędności dotkną w naszej opinii wydatków na oprogramowanie i rozwiązania informatyczne. W takim otoczeniu najlepszą inwestycją wydaje się Sygnity. Spółka, która w bieżącym roku znów zaprezentowała słabe wyniki finansowe ma ogromne szanse na zdobycie zamówienia na system e-Podatki, który ustabilizuje przychody Spółki w najbliższych latach i w istotny sposób wpłynie na generowane przez nią wyniki. Dodatkowo spodziewamy się po nowym roku nowych działań restrukturyzacyjnych, które będą miały za zadanie zracjonalizować wciąż za wysokie na tle konkurencji koszty działalności Spółki. Na wynikach Asseco Poland ciężać naszym zdaniem będzie erozja marży na rynku polskim związana z renegotiacją/utrata części zamówień w sektorze publicznym i mimo niskiej wyceny wskaźnikowej (9,5xP/E 2013, 5,8xAEV/EBITDA 2013) zalecamy neutralne nastawienie do Spółki. Problemem Comarchu może według nas okazać się umocnienie złotego, które ograniczy rentowność uzyskiwaną na zamówieniach.

W sektorze dystrybucji sprzętu IT słabsza konsumpcja, spadek inwestycji przedsiębiorstw i konsolidacja wydatków publicznych spowodują w naszej opinii 2-4% spadek wydatków sprzętowych. jednocześnie jednak kontynuowany będzie trend konsolidacji rynku wokół największych podmiotów (AB, Action, ABC Data), co pozwoli tym spółkom na wzrost przychodów rekompensujący presję na marżę. Ważnym wydarzeniem, które może zmienić obraz rynku jest ewentualne wyjście z Polski Tech Data, która jest czwartym największym dystrybutorem w kraju. Czynnikiem, który może negatywnie oddziaływać na postrzeganie sektora przez inwestorów są przepływy pieniężne. Przy dużej konkurencji oraz dynamicznym wzroście obrotów spółki angażują duże środki w kapitał obrotowy. Największą szansę na poprawę parametrów obrotu gotówki widzimy w Actionie i to on jest w naszej opinii najlepszym aktualnie wyborem w sektorze (7,9xP/E 2013, 6,3xEV/EBITDA 2013). Pozytywnie widzimy też AB, gdzie wskaźniki wyceny również są bardzo niskie (7,3xP/E 2013, 6,8xEV/EBITDA 2013) jednak problemy z wygenerowaniem pozytywnych przepływów operacyjnych mogą stanowić źródło obawy dla inwestorów. W przypadku ASBIS podstawowym czynnikiem ryzyka jest bardzo prawdopodobna dewaluacja hrywny na Ukrainie, która może powodować duże straty na tamtejszym rynku.



AB (Akumuluj)

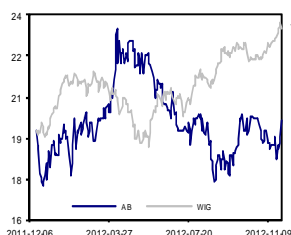
Cena bieżąca: 19,9 PLN

Cena docelowa: 22,3 PLN

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010/11	2011/12	zmiana	2012/13P	zmiana	2013/14P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 564,4	4 337,6	21,7%	4 644,4	7,1%	4 895,5	5,4%	Liczba akcji (mln)	16,1
EBITDA	69,7	91,6	31,3%	73,6	-19,6%	77,2	5,0%	MC (cena bieżąca)	321,3
marża EBITDA	2,0%	2,1%		1,6%		1,6%		EV (cena bieżąca)	501,9
EBIT	60,9	81,4	33,7%	64,3	-21,0%	67,7	5,2%	Free float	38,9%
Zysk netto	51,7	47,9	-7,3%	43,8	-8,5%	47,4	8,2%		
P/E	6,2	6,7		7,3		6,8		Zmiana ceny: 1m	1,9%
P/CE	5,3	5,5		6,1		5,6		Zmiana ceny: 6m	-5,8%
P/BV	1,0	0,8		0,8		0,7		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	6,9	5,5		6,8		6,4		Max (52 tyg.)	23,5
Dywid (%)	0,0	1,5		1,4		1,5		Min (52 tyg.)	17,3



Po bardzo dobrym poprzednim roku obrotowym i osiągnięciu rekordowych zysków w tym roku AB może być trudno ponownie poprawić wyniki. Nawet jednak przy założonym przez nas 8,5% spadku zysku netto Spółka notowana jest na rozpoczęty rok obrotowy przy wskaźnikach 7,1xP/E oraz 6,7xEV/EBITDA. Oczekujemy, że AB będzie jednym z głównych beneficjentów konsolidacji na rynku dystrybucji IT, która szczególnie dynamiczna może się stać w scenariuszu wyjścia z polskiego rynku Tech Daty. Jako czynnik ryzyka inwestycyjnego postrzegamy toczony spór sądowy z Raiffeisenem, a także słabość przepływów pieniężnych generowanych przez Spółkę w ostatnich kwartałach. W naszym modelu wyceny dokonaliśmy szeregu korekt obejmujących niewielkie zmiany oczekiwanych zysków a także zmianę stopy wolnej od ryzyka i wyceny porównawczej. W wyniku wprowadzonych zmian zmieniliśmy naszą cenę docelową dla akcji Spółki do 22,3 PLN (poprzednio 22,5 PLN). Podtrzymujemy rekomendację Akumuluj.

Spór z Raiffeisenem czynnikiem ryzyka w przyszłym roku

W kwietniu 2012 roku Sąd Najwyższy, uwzględnił skargę kasacyjną Raiffeisena od wyroku Sądu Apelacyjnego we Wrocławiu zasądzającą od banku na rzecz AB kwotę 7,5 mln PLN wraz z odsetkami ustawowymi (łącznie około 9,2 mln PLN) i uchylił zaskarżony wyrok kierując sprawę do ponownego rozpoznania. Skierowanie sprawy do ponownego rozpatrzenia generuje ryzyko zmiany wyroku w powyższej sprawie. Wiązałoby się to z ponownym zawiązaniem rezerwy na sporną kwotę i odsetki ustawowe, co obniżyłoby raportowany wynik, a także z wypływem gotówki w tej kwocie, bowiem po wyroku sądu drugiej instancji Raiffeisen wypłacił Spółce całość należności. Potencjalny wpływ niekorzystnego wyroku na waluację Spółki wyniósłby około 0,58 PLN na akcję.

Nowy magazyn we Wrocławiu

Spółka przystępuje do budowy nowego, większego magazynu pod Wrocławiem (27 tys. m² wobec 11 tys. m² w starym magazynie), który ma w przyszłości obsługiwać zarówno rynek polski jak i czeski i słowacki. Całkowita wartość inwestycji to około 84 mln PLN (z czego spółka poniosła do tej pory około 10 mln PLN, głównie na zakup gruntu). Na powyższy projekt AB dostało dotację unijną w wysokości około 25 mln PLN, a udział własny w inwestycji w dużym stopniu powinien zostać pokryty po jej zakończeniu przez sprzedaż starego magazynu (bądź też wcześniejsze wykonanie leasingu zwrotnego magazynu). Dzięki nowemu magazynowi Spółka zwiększy możliwy do obsłużenia wolumen towarów, ograniczy cykl rotacji zapasów w skali całej Grupy, a także obniży koszty działalności w związku z likwidacją magazynu w Ostrawie. Planowany termin zakończenia inwestycji to połowa 2014 roku. Szacujemy, że całkowite oszczędności jakie Spółka osiągnie po ukończeniu nowego magazynu mogą sięgnąć nawet 4 mln PLN rocznie.

Korekta prognoz

Przyjmując bardziej konserwatywne podejście do kapitału obrotowego potrzebnego Spółce do prowadzenia działalności oraz do realizowanych w najbliższym okresie marż wprowadzamy niewielkie korekty do naszych dotychczasowych prognoz. Nasze szacunki przychodów za lata obrotowe od 2012/2013 do 2014/2015 podniesione zostają do odpowiednio do 4644,4 mln PLN (poprzednio 3850,6 mln PLN); 4895,5 mln PLN (4059,8 mln PLN) i 5116,2 mln PLN (4243,3 mln PLN). W analogicznym okresie prognozę EBIT ustalamy na poziomie odpowiednio do 64,3 mln PLN (wcześniej 64,3 mln PLN); 67,7 mln PLN (68,1 mln PLN) i 70,7 mln PLN (71,4 mln PLN). Nasza prognoza zysku netto w okresie 2012/13-2014/15 zostaje skorygowana odpowiednio do poziomu 43,8 mln PLN (43,5 mln PLN); 47,4 mln PLN (48,7 mln PLN) oraz 50,7 mln PLN (52,6 mln PLN).



Action (Akumuluj)

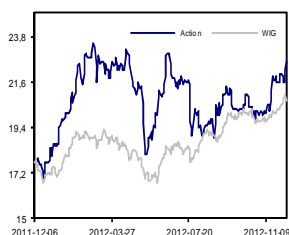
Cena bieżąca: 23 PLN

Cena docelowa: 23,8 PLN

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 105,9	2 804,8	33,2%	3 412,1	21,7%	3 679,0	7,8%	Liczba akcji (mln)	17,0
EBITDA	46,2	68,8	48,9%	78,0	13,4%	78,0	-0,1%	MC (cena bieżąca)	390,0
marża EBITDA	2,2%	2,5%		2,3%		2,1%		EV (cena bieżąca)	501,6
EBIT	34,6	57,3	65,9%	66,4	15,8%	66,4	0,0%	Free float	33,4%
Zysk netto	25,8	42,4	64,4%	48,3	13,9%	48,1	-0,4%		
P/E	15,1	9,2		8,1		8,1		Zmiana ceny: 1m	12,5%
P/CE	10,4	7,2		6,5		6,5		Zmiana ceny: 6m	5,0%
P/BV	2,1	1,8		1,5		1,3		Zmiana ceny: 12m	26,1%
EV/EBITDA	10,0	6,9		6,4		6,2		Max (52 tyg.)	23,5
Dyyield (%)	3,6	1,8		3,4		3,7		Min (52 tyg.)	16,8



Action w ujęciu księgowym odnotował w okresie 1-3Q2012 bardzo dobre wyniki finansowe osiągając 31,5 mln PLN zysku netto (przed rokiem 27,4 mln PLN, +15,0% r/r). Ponadto Spółka mocno poprawiła w końcówce tego okresu przepływy operacyjne stając się jedynym dystrybutorem, który za ostatnie trzy kwartały zaprezentował pozytywne przepływy z działalności operacyjnej. Oczekujemy, że kolejne kwartały powinny przynieść stabilizację przepływów z działalności operacyjnej. Wraz ze spodziewanym obniżeniem tempa wzrostu przychodów Spółka nie będzie już potrzebowała w takim stopniu dalszych nakładów na kapitał obrotowy, co powodować będzie, że dobrym wynikiem finansowym towarzyszyć zaczną wysokie przepływy generowane z działalności operacyjnej. Czynnikiem ten może być naszym zdaniem decydujący w przyszłorocznej ocenie wyników dystrybutorów IT. Ponadto Action powinien być beneficjentem dalszej koncentracji rynku (szczególnie w wypadku wyjścia z polskiego rynku Tech Data), a dodatkowym wsparciem dla wyników powinna być dalsza ekspansja na zagraniczne rynki oraz poszerzanie portfolio produktów sprzedawanych pod marką własną. W naszym modelu wyceny wprowadzamy korekty związane z nową stopą wolną od ryzyka oraz wyceną porównawczą Spółki. W wyniku wprowadzonych zmian podnosimy naszą cenę docelową dla akcji Action do 23,8 PLN (poprzednio 22,2 PLN). Spółka wyceniana jest na przyszły rok przy wskaźnikach 7,6XP/E 2013 oraz 5,9XE/EBITDA 2013, co przekłada się odpowiednio na 6,5% premii oraz 2,4% dyskonta do spółek porównywalnych. Podtrzymujemy dotychczasowe zalecenie inwestycyjne na poziomie Akumuluj.

Dalszy rozwój sprzedaży zagranicznej

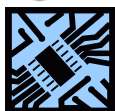
Według naszych szacunków Spółka generuje z działalności zagranicznej już ponad 25% swoich skonsolidowanych przychodów. W przyszłym roku zamierza dodatkowo powiększyć swoją obecność na niektórych rynkach zagranicznych poprzez zawarcie współpracy z miejscowym partnerem. Wśród krajów, w których rozważa rozpoczęcie działalności w takim modelu są Czechy, Litwa, Łotwa czy Estonia. Pomysł wejścia na rynki zagraniczne przy udziale lokalnych partnerów uważamy za bezpieczniejsze rozwiązanie niż rozpoczynanie działalności od zera i próbę pozyskiwania nowych klientów. Dzięki nowym rynkom zbytu Action powiększy obroty, co przy stabilnych kosztach zarządu da Spółce szanse na dalszą poprawę wyników.

Rozszerzanie portfolio własnych produktów

Korzystając z umowy sponsorskiej z Legią Warszawa (umowa obowiązuje do końca przyszłego roku), która pomaga zwiększać rozpoznawalność marki ActiveJet, Action planuje poszerzenie portfolio produktów sprzedawanych pod własną marką o produkty, m.in. z obszaru materiałów eksploatacyjnych i oświetleniowych oraz awaryjnych zasilaczy. Zwiększanie udziału marek własnych w sprzedawanych produktach powiększać będzie rentowność i łagodzić będzie oczekiwaną przez nas w przyszłym roku presję konkurencyjną na rentowność brutto na sprzedaży.

Korzyści z konsolidacji rynku

Wobec słabej koniunktury w branży z rynku powoli znikają małe i średnie podmioty, które nie są w stanie finansować swoich kanałów sprzedaży, bądź nie dostają od ubezpieczycieli limitów kredytowych. Ich udziały rynkowe przejmowane są przez największych dystrybutorów, którzy są w stanie zaferować najlepsze warunki, a jednocześnie posiadają zdecydowanie wyższe limity ubezpieczeń. Proces ten będzie naszym zdaniem kontynuowany w nadchodzącym roku pomagając m.in. Actionowi w zwiększaniu realizowanych obrotów i poprawie wyników. Dodatkowym czynnikiem przyspieszającym proces konsolidacji sektora dystrybucji IT może być ewentualne wyjście z Polski czwartego co do wielkości gracza: Tech Daty.



ASBIS (Trzymaj)

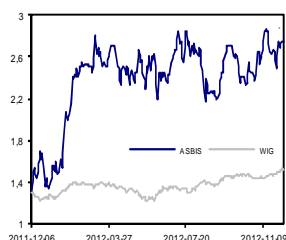
Cena bieżąca: 2,8 PLN

Cena docelowa: 2,68 PLN

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn USD)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 435,1	1 482,1	3,3%	1 661,6	12,1%	1 778,5	7,0%	Liczba akcji (mln)	55,5
EBITDA	12,4	18,7	50,7%	21,7	16,2%	21,8	0,5%	MC (cena bieżąca)	155,4
marża EBITDA	0,9%	1,3%		1,3%		1,2%		EV (cena bieżąca)	374,9
EBIT	9,4	15,7	66,1%	18,6	18,8%	18,7	0,2%	Free float	0,0%
Zysk netto	0,9	5,4	471,0%	8,0	47,6%	7,7	-4,3%		
P/E	51,6	9,0		6,1		6,4		Zmiana ceny: 1m	3,4%
P/CE	12,5	5,8		4,4		4,5		Zmiana ceny: 6m	16,5%
P/BV	0,5	0,5		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	79,7%
EV/EBITDA	7,3	4,4		5,4		5,7		Max (52 tyg.)	2,9
Dywid (%)	14,5	7,1		10,5		10,0		Min (52 tyg.)	1,3



Wyniki finansowe, jakie ASBIS wypracował w okresie pierwszych trzech kwartałów roku wskazują na to, że całoroczna prognoza Zarządu przewidująca osiągnięcie 7,5-9,0 mln USD zysku netto pozostaje w zasięgu Spółki. Jednocześnie, piętą achillesową ASBIS pozostają słabe przepływy generowane z działalności operacyjnej (-50,2 mln USD w 1-3Q2012 vs. -26,0 mln USD w analogicznym okresie ubiegłego roku). Choć oczekujemy, że presja na wzrost kapitału obrotowego powinna zmaleć do końca roku, to jednak w odróżnieniu od dystrybutorów działających głównie na rynku polskim (Action, AB) należności ASBIS są obciążone ryzykiem kredytowym (średnio około 70% ich stanu jest ubezpieczona wobec 98-99% u polskich konkurentów). Dodatkowym czynnikiem ryzyka w przypadku Spółki pozostaje sytuacja polityczno-gospodarcza na Ukrainie. Wobec prawdopodobnej dewaluacji ukraińskiej hrywny i ograniczonego dostępu do instrumentów zabezpieczających ASBIS pozostaje narażony na straty z tytułu odpisu wartości należności. W wyniku wprowadzenia do naszego modelu korekt związanych ze spadkiem stopy wolnej od ryzyka oraz zmianą wyceny porównawczej podnosimy cenę docelową dla akcji ASBIS do 2,68 PLN za akcję (poprzednio 2,64 PLN na akcję). Na naszych skorygowanych prognozach ASBIS notowany jest z 6% premią na EV/EBITDA 2012 i 32% dyskontem na P/E 2012. Wspomniane wyżej czynniki ryzyka powodują, że dyskonto w wycenie, z jakim Spółka notowana jest w relacji do spółek porównywalnych wydaje się uzasadnione. Obecna wycena rynkowa spółki oddaje naszym zdaniem bilans szans i zagrożeń. Podtrzymujemy rekomendację Trzymaj.

Uwaga na ukraińską hrywnę

Dużym ryzykiem dla ASBIS jest ewentualna dewaluacja ukraińskiej hrywny. W 2011 roku w wyniku dewaluacji białoruskiego rubla Spółka straciła około 3,5 mln USD na aktualizacji należności rublowych na tamtejszym rynku. Tymczasem na ukraińskim rynku ASBIS realizuje ponad 2-krotnie wyższą sprzedaż niż na Białorusi, a co za tym idzie dewaluacja, mimo że od dłuższego czasu oczekiwana może w sposób istotny wpłynąć na wyniki Spółki. W listopadzie Narodowy Bank Ukrainy (NBU) wprowadził obowiązek sprzedaży na międzybankowym rynku walutowym 50% walut obcych uzyskanych przez osoby prawne z tytułu sprzedaży towarów w ramach zagranicznych umów handlowych. Obowiązek ten będzie obejmował osoby prywatne, które otrzymują z zagranicy co najmniej 150 tysięcy hrywien miesięcznie (około 60 tysięcy PLN) oraz eksporterów i w powszechnej opinii stanowi przygotowanie ze strony NBU do dewaluacji hrywny. Wobec braku rozwiniętego rynku instrumentów pochodnych możliwość zabezpieczenia przed ryzykiem widzimy głównie w przejściu na rozliczenia z kontrahentami w dolarach amerykańskich, bądź innej stabilnej walucie. Rozliczenia dolarowe mogą jednak w przypadku mniej stabilnych finansowo kontrahentów oznaczać jedynie zamianę ryzyka walutowego na ryzyko kredytowe.

Marże pod presją

Widocznym w tegorocznych wynikach trendem jest duża presja na marże brutto na sprzedaży z jaką musi mierzyć się Spółka. Odbicie popytu na rynkach krajów byłego ZSRR objawia się póki co jedynie wzrostem wolumenów sprzedaży, jednak pod względem rentowności brutto nastąpił w pierwszych trzech kwartałach spadek z 5,1% do 4,8%. Aby poprawić poziom uzyskiwanych marż Zarząd Spółki postawił sobie jako zadanie na najbliższe lata zwiększenie udziału marek własnych (Canyon, Prestigio) w całkowitej sprzedaży Grupy. Cel ten ma zostać poprzez wypuszczanie nowych linii produktowych oraz obecność w najszybciej rosnących segmentach takich jak smartfony. Wzrost procentowego udziału własnych marek w miksie sprzedażowym był wymieniany wśród priorytetów Zarządu przez kilka ostatnich lat i do tej pory nie udało się osiągnąć żadnego przełomu. Wierzymy jednak, że Spółka jest w przyszłości w stanie ustabilizować udział własnych produktów w sprzedaży na poziomie 8-9%.



Asseco Poland (Trzymaj)

Cena bieżąca: 43,5 PLN Cena docelowa: 43,7 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 237,7	4 960,0	53,2%	5 200,0	4,8%	5 381,9	3,5%	Liczba akcji (mln)	77,6
EBITDA	695,0	838,6	20,7%	887,9	5,9%	890,3	0,3%	MC (cena bieżąca)	3 374,1
marża EBITDA	21,5%	16,9%		17,1%		16,5%		EV (cena bieżąca)	5 604,9
EBIT	569,0	644,6	13,3%	648,5	0,6%	647,6	-0,1%	Free float	0,0%
Zysk netto	415,1	397,1	-4,3%	367,2	-7,5%	359,0	-2,2%		
P/E	8,1	8,5		9,2		9,4		Zmiana ceny: 1m	6,4%
P/CE	6,2	5,7		5,6		5,6		Zmiana ceny: 6m	-13,4%
P/BV	0,6	0,5		0,5		0,4		Zmiana ceny: 12m	-9,9%
EV/EBITDA	6,1	6,2		6,3		6,2		Max (52 tyg.)	54,6
Dywid (%)	3,4	4,1		5,0		5,4		Min (52 tyg.)	39,2



Bolesna porażka w przetargu na nowy system produktowy dla PZU, a także niepowodzenie w pozyskiwaniu zamówień na e-Podatki, system obsługi klientów w ENEL, czy nowy system w BGK wywołały obawy o dalsze rozstrzygnięcia kluczowych dla Asseco Poland przetargów w sektorze publicznym. Szczególny niepokój inwestorów budzi przypadający na przyszły rok przetarg na dalsze utrzymanie Kompleksowego Systemu Informatycznego w ZUS, którego wartość szacowana jest na około 200 mln PLN rocznie. Naszym zdaniem jest jeszcze zbyt wcześnie, by ZUS mógł zaryzykować powierzenie utrzymania KSI innemu podmiotowi niż jego twórca i realne zagrożenie utraty jego utrzymania pojawi się w Asseco Poland nie wcześniej niż w 2017 roku. Dużo większe ryzyko utraty zamówienia, bądź istotnej erozji rentowności na jego realizacji widzimy w przypadku kontraktów w ARiMR, gdzie cena może być naszym zdaniem głównym czynnikiem decydującym o wyborze oferty przez zamawiającego. Korzystne lub niekorzystne rozstrzygnięcia powyższych przetargów będą naszym zdaniem głównym czynnikiem wpływającym na przyszłoroczne notowania Asseco Poland. W naszym modelu wyceny dokonaliśmy niewielkich korekt związanych ze zmianą stopy wolnej od ryzyka oraz aktualizacją wyceny porównawczej. W wyniku dokonanych zmian podnosimy cenę docelową dla akcji Spółki do 43,7 PLN za akcję (poprzednio 42,1 PLN). Jednocześnie podtrzymujemy rekomendację Trzymaj.

Bezpieczny backlog na ten rok, ale co w 2013 roku?

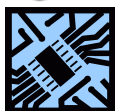
Według stanu na 7 listopada tego roku portfel zamówień Grupy Asseco Poland na 2012 rok osiągnął wartość 5289 mln PLN, co stanowi wzrost o 14% w porównaniu do zeszłorocznego poziomu zakontraktowania. W zaraportowanym backlogu kwotę 4057 mln PLN stanowią zamówienia na oprogramowanie i usługi własne Spółki, co stanowi wzrost o 19% w stosunku do ubiegłorocznej wartości zamówień na produkty własne. Portfel ten daje naszym zdaniem perspektywę na bardzo udane zakończenie roku w Spółce i realizację naszych tegorocznych prognoz. Jednocześnie Spółka nie podała szacunków dotyczących portfela zamówień w jednostce dominującej, ani nie ujawniła danych na przyszły rok, gdzie istnieje ryzyko ubytku marży w związku z ubytkiem przychodów w części kontraktów (BGK, częściowo PZU), a to przyszłe lata, a nie bieżące wyniki wydają się być w centrum uwagi inwestorów.

NASDAQ raczej nie w 2013 roku

Plany wejścia Spółki na NASDAQ (prezes Góral mówił, że minimalna cena po której Asseco miałyby być sprzedawane na amerykańskim parkiecie to 60 PLN) zostały tymczasowo zawieszona. Naszym zdaniem istnieje bliskie zeru prawdopodobieństwo, by plan wejścia na NASDAQ udało się zrealizować już w tym roku. Przeszkodą w debiucie będzie też dysproporcja między obecną wyceną Spółki a zapowiedzianym minimalnym poziomem wyceny. Dopóki nie wyjaśni się ryzyka związane z przyszłą kontraktacją nie należy się spodziewać, by zainteresowanie amerykańskich inwestorów mogło być duże.

Potencjał w nowym budżecie unijnym?

Obecnie (póki co bez powodzenia) negocjowany jest nowy budżet unijny, a wstępne szacunki mówią o 72-75 mld EUR w perspektywie lat 2014-2020 jakie Polska miałaby uzyskać z tego budżetu. Póki co brakuje wytycznych jak mogą być rozdysponowywane nowe środki z Unii, jednak po okresie, gdy w poprzednim budżecie mocno wspierane było przede wszystkim budownictwo drogowe, potencjalnie dużym beneficjentem nowego budżetu może być infrastruktura do szerokopasmowego internetu i polski sektor IT, a wraz z nim Asseco Poland. Z pewnością w przyszłym roku nie nastąpi ani realny przepływ pieniędzy do spółek poprzez realizację kontraktów, ani nawet nie zostaną rozpisane ewentualne kontrakty. Sama jednak wiadomość o planowanych dużych nakładach na informatykę może przełożyć się na pozytywny sentyment do sektora i Asseco Poland jako jego największego reprezentanta.



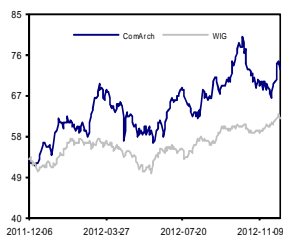
ComArch (Redukuj)

Cena bieżąca: 74,35 PLN Cena docelowa: 65,2 PLN

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	761,4	785,7	3,2%	825,3	5,0%	877,5	6,3%	Liczba akcji (mln)	8,1
EBITDA	66,2	80,8	22,0%	82,0	1,4%	81,3	-0,8%	MC (cena bieżąca)	598,6
marża EBITDA	8,7%	10,3%		9,9%		9,3%		EV (cena bieżąca)	576,8
EBIT	24,8	38,8	56,3%	29,1	-24,9%	26,8	-7,9%	Free float	38,1%
Zysk netto	43,7	37,5	-14,3%	27,2	-27,3%	24,1	-11,4%		
P/E	13,7	16,0		22,0		24,8		Zmiana ceny: 1m	3,8%
P/CE	7,0	7,5		7,5		7,6		Zmiana ceny: 6m	18,9%
P/BV	1,0	1,0		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	39,4%
EV/EBITDA	7,6	6,9		7,0		7,0		Max (52 tyg.)	79,9
Dywid (%)	0,0	0,0		2,0		2,0		Min (52 tyg.)	51,5



Po bardzo udanym pierwszym półroczu mijającego roku drugi stać będzie pod znakiem dużego ubytku wyników w ujęciu r/r spowodowanego nagłym umocnieniem złotego i w naszej opinii cały rok Spółka skończy z porównywalnym wynikiem EBITDA w ujęciu r/r. Z uwagi na blisko 50% udział sprzedaży zagranicznej w skonsolidowanych przychodach, a także zdecydowanie niższy poziom walutowych kosztów Comarch jest podmiotem bardzo wrażliwym na wahania kursów walutowych. Dlatego też oczekiwane przez nas umocnienie polskiego złotego do poziomu 4,0 EUR/PLN i 3,08 USD/PLN na koniec roku negatywnie oddziaływać będzie na uzyskiwaną rentowność. Z drugiej strony roku wsparciem dla przyszłorocznych wyników będzie bardzo dobry portfel zamówień jaki udało się już zebrać Spółce. Na bazie naszych przyszłorocznych prognoz Spółka notowana jest przy wskaźnikach 24,4xP/E 2013 oraz 6,9XE/EBITDA 2013. Podtrzymujemy rekomendację redukcji z ceną docelową 65,2 PLN.

Solidny portfel zamówień

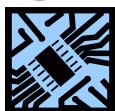
Wartość backlogu na bieżący rok wyniosła na koniec października 640,7 mln PLN wobec 604,4 mln PLN, jakie Comarch posiadał w tym samym momencie 2011 roku (+6,0% r/r). Po uwzględnieniu dotychczasowej realizacji powyższy backlog przekłada się na około 17,4 mln PLN wyższą sprzedaż r/r w 4Q (przy założeniu utrzymania kontraktacji do końca roku na ubiegłorocznym poziomie). Wartość zamówień zagranicznych w portfelu wynosiła 251,8 mln PLN (przed rokiem 226,1 mln PLN, +11,4% r/r). Zamówienia na usługi i oprogramowanie własne stanowiły w zaraportowanym portfelu wartość 549,1 mln PLN, przy 517,7 mln PLN w analogicznym momencie 2011 roku (+6,1% r/r, 85,7% udziału w portfelu vs. 85,6% pod koniec października zeszłego roku). Po uwzględnieniu dotychczasowej realizacji kontrakty na rozwiązania i usługi własne przewidywane do realizacji w 4Q2012 są o 7,9 mln PLN wyższe niż przed rokiem. Jednocześnie portfel zamówień na 2013 rok miał na koniec października wartość 365,5 mln PLN, co jest poziomem o 28,4% wyższym r/r. W mniejszym stopniu rośnie wartość zamówień na usługi i oprogramowanie własne (+16,4% r/r do 302,8 mln PLN, 82,8% udziału w backlogu vs. 91,4% przed rokiem), co może sygnalizować możliwość pogorszenia marży brutto w przyszłym roku. Wpływ na wyższy r/r udział zamówień na sprzęt i obce rozwiązania mają kontrakty w administracji podpisane na polskim rynku.

iMed24 wreszcie z kontraktem z NFZ

W 2012 roku dużym obciążeniem dla skonsolidowanych wyników Comarchu był Comarch FIZ, gdzie duże straty ponosił przede wszystkim iMed24. Na straty generowane przez tę Spółkę celową wpływała z jednej strony prowadzona przez nią placówka diagnostyki obrazowej, z drugiej prace nad oprogramowaniem z zakresu telemedycyny. Prowadzony ośrodek diagnostyczny nie posiadał kontraktu z NFZ i z tego powodu przychody czerpał jedynie z prywatnych badań. Uważamy, że w nadchodzącym roku iMed24 otrzyma pierwszy kontrakt dzięki czemu powiększy dwoje obrotu i ograniczy generowaną stratę. Szacujemy, że pierwszy kontrakt z NFZ może sięgnąć 1-2 mln PLN i rosnąć w kolejnych latach.

Comarch SuB wycofany z niemieckiej giełdy, będzie trudno o poprawę wyników

W czwartym kwartale Comarch wykupił akcjonariuszy mniejszościowych Comarchu Software und Beratung (szacowany koszt wykupu to około 1 mln EUR) i planuje ściągnąć Spółkę zależną z parkietu łącząc ją z pozostałymi spółkami Grupy działającymi na rynku niemieckim. W tym roku, dzięki ponad dwuletniej restrukturyzacji, Comarch SuB po raz pierwszy od przejęcia nad nim kontroli przez Comarch osiągnie rentowność operacyjną. Pozytywny wpływ na skonsolidowane wyniki niemiecka spółka zależna zacznie mieć dopiero od 2014 roku kiedy zakończy się amortyzacja wartości niematerialnych i prawnych rozpoznanych przy przejęciu. W naszej opinii potencjał cięć kosztów został już w dużym stopniu wykorzystany i dalsza poprawa wyników będzie zależała od wzrostu sprzedaży rozwiązań oferowanych przez Comarch SuB.



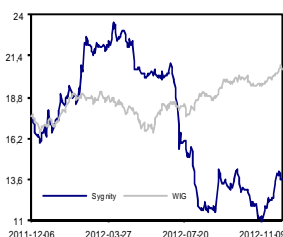
Sygnity (Akumuluj)

Cena bieżąca: 14,21 PLN Cena docelowa: 15,5 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	524,0	566,0	8,0%	554,2	-2,1%	609,8	10,0%	Liczba akcji (mln)	11,9
EBITDA	-7,5	23,4		17,5	-25,0%	35,5	102,6%	MC (cena bieżąca)	168,9
marża EBITDA	-1,4%	4,1%		3,2%		5,8%		EV (cena bieżąca)	196,1
EBIT	-34,3	8,0		1,7	-78,8%	19,4	1044,3%	Free float	72,2%
Zysk netto	-42,8	8,2		-6,5		10,7			
P/E		20,6				15,7		Zmiana ceny: 1m	20,5%
P/CE		7,2		18,0		6,3		Zmiana ceny: 6m	-33,1%
P/BV	0,7	0,7		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	-21,0%
EV/EBITDA		8,2		11,2		5,4		Max (52 tyg.)	23,5
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	10,8



Po bardzo udanym 2011 roku, w którym spółka po długim okresie strat uzyskała zysk operacyjny 2012 rok ponownie stał pod znakiem pogorszenia wyników, na co częściowo wpływ miało wezwanie na spółkę prowadzone przez Asseco Poland, które pozbawiło, bądź znacząco opóźniło przyznanie Sygnity kilku kontraktów, głównie w administracji. Częściowo negatywnie na wyniki przełożyły się nowo rozpoczęte inicjatywy: Współpraca z Huawei i Quatra. Zwłaszcza porozumienie z Huawei nie przyniosło oczekiwanych efektów po stronie przychodów, a spółka poniosła znaczne nakłady finansowe, by przygotować się do sprzedaży infrastruktury Huawei. Nowy zarząd przedstawił plan przywrócenia spółce rentowności w 2013 roku oraz poprawy w kolejnych latach obejmujący między innymi zakończenie lub restrukturyzację nierentownych w tej chwili inicjatyw i kontraktów. Dodatkowym wsparciem dla przyszłorocznych wyników Spółki zamówienia z sektora publicznego (m.in. kontrakt na e-podatki, którego podpisania spółka jest już bardzo blisko). W naszym modelu wyceny wprowadzamy zmiany wynikające z aktualizacji stopy wolnej od ryzyka i wyceny porównawczej. W wyniku przeprowadzonych zmian podnosimy cenę docelową dla akcji Sygnity do 15,5 PLN na akcję. Jednocześnie podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Przetarg na e-podatki na finiszu

Zgodnie z harmonogramem przedstawianym przez Ministerstwo Finansów do końca roku ma dojść do podpisania umowy z wykonawcą projektu e-podatki. Na moment bieżący jako najlepsza została wybrana oferta Sygnity, a pozostali uczestnicy postępowania przetargowego złożyli zażalenia, które będą sukcesywnie rozpatrywane przez Krajową Izbę Odwoławczą. Wartość oferty Sygnity to 232 mln PLN brutto, ale dodatkowo MF ma zarezerwowane około 100 mln PLN na prace związane z dostosowaniem systemu do zmian w prawie podatkowym. Biorąc pod uwagę dużą częstotliwość zmian jaka zachodzi w polskim prawie podatkowym, można oczekiwać, że większość, jeśli nie całość tej kwoty zostanie wykorzystana na dodatkowe zlecenia dla Sygnity.

Duże zabezpieczenie przychodów na najbliższe lata

Kontrakt na e-podatki dodatkowo wzmocniłby portfel zamówień spółki na lata. Nawet jednak bez niego Sygnity ma w dużym stopniu zabezpieczoną realizację zamówień na najbliższy rok. Według danych przedstawionych przez kierownictwo spółki obecny backlog zamówień razem ze standardowo odnawianymi kontraktami utrzymanowymi stanowi w sektorze bankowym 75% przychodów zrealizowanych w zakończonym roku obrotowym, a w sektorze publicznym 62% (bez uwzględnienia e-podatków). Powyższe poziomy dadzą naszym zdaniem stabilizację przychodów nawet wobec oczekiwanego spowolnienia gospodarczego.

Nowa strategia

Nowy zarząd Sygnity przedstawił w grudniu zaktualizowaną strategię rozwoju spółki. Przewiduje ona osiągnięcie w okresie 2013-2015 średnich skonsolidowanych przychodów na poziomie 550 mln PLN, średniej marży brutto na sprzedaży w wysokości 21,1%, średniej marży EBIT wynoszącej 6,2% oraz średniej rentowności netto na poziomie 4,8%. Już w 2013 roku spółka ma uzyskać rentowność operacyjną i rentowność netto. Powyższe cele mają zostać osiągnięte dzięki dalszym działaniom w kierunku dostosowywania struktury kosztów do poziomu i profilu biznesowego Grupy. Zakończone lub zrestrukturyzowane mają zostać też nierentowne przedsięwzięcia (m.in. Quatra i współpraca z Huawei), które według informacji podanych przez zarząd przyniosły w 2012 roku około 15 mln PLN straty operacyjnej i według zapewnienia kierownictwa nie mają już negatywnie wpływać na wyniki spółki w przyszłym roku.

Górnictwo, metale

- **Ceny węgla energetycznego w 2013 roku spadną, co jest efektem bardzo wysokich zapasów na rynku krajowym jak również niższych niż przed rokiem cen na rynkach światowych. Spółki górnicze i energetyka kończą właśnie negocjacje cenowe na przyszły rok. W najbliższych tygodniach powinniśmy poznać ich efekty. W naszych prognozach zakładamy 5% spadek r/r.**
- **Ceny węgla koksowego (170 USD/t, typ 35) „ubijają dno”. W naszych prognozach zakładamy, że począwszy od 2Q2013 ceny powoli zaczną rosnąć. Trudna sytuacja na rynku stali (nadpodaż w Chinach, niskie marże produkcji hutniczej) powoduje jednak, że trudno dziś zakładać wzrost cen do poziomów z roku 2011. W 4Q2013 przyjmujemy, że ceny wzrosną do 195 USD/t..**
- **Luzowanie polityki monetarnej przez banki centralne właściwie we wszystkich znaczących gospodarkach na świecie, przy dobrze zbilansowanym rynku miedzi powinno skutkować utrzymaniem w przyszłym roku cen metalu na poziomie pomiędzy 7500-8200 USD/t. Z punktu widzenia wyników KGHM to bardzo komfortowe otoczenie.**

Kluczowe rekomendacje: KGHM (kupu), JSW (akumuluj)

Benchmarkowe ceny australijskiego węgla koksowego typu hard w kontraktach 3M spadły do 170 USD/t, co dla JSW oznacza wynik bliski *break even*. Naszym zdaniem inwestorzy już to wiedzą i oczekują, że wraz z ożywieniem gospodarczym w Chinach ceny zaczną się powoli odbudowywać od 2Q'13. Na obecną chwilę rentowność produkcji stali jest bardzo niska i bez wyraźnego wzrostu popytu trudno oczekiwać wzrostu ich cen, a tym samym cen węgla. W przypadku węgla energetycznego spadek cen w kontraktach rocznych dopiero przed nami. Obecnie trwają negocjacje pomiędzy kopalniami a energetyką, skala obniżek to tylko spekulacja. W naszych prognozach zakładamy, że średnio będzie to 5%. Taki scenariusz spowoduje, że wyniki dwóch największych producentów węgla energetycznego (KW, KHW) pogorszą się na tyle, że ich prywatyzacja przez GPW przewidziana na 2014 rok jest mało realna. W takim scenariuszu rząd może forsować zmianę strategii dla górnictwa, polegającą na umożliwieniu wprowadzenia do spółek inwestorów strategicznych (potencjalnie JSW, energetyka). Zmiana strategii wymaga porozumienia ze związkami zawodowymi, co jednak nie będzie łatwe. Czynnikiem ryzyka dla sektora jest znalezienie przez PGNiG (zwiększył ostatnio skalę odwiertów) gazu łupkowego.

W 2012 ceny węgla energetycznego w kontraktach z energetyką wzrosły o ok. 7%, co było możliwe dzięki niskiemu poziomowi zapasów na przełomie 2011/12 oraz wysokim cenom węgla importowanego (powyżej 100 USD/t). Przełom roku 2012/13, kiedy negocjowane są kontrakty na kolejne 12 miesięcy jest całkowicie różny (zapasy: 7 mln ton - najwyższe od co najmniej 2005 roku, węgiel rosyjski 85 USD/t). Dodatkowo popyt oraz ceny energii elektrycznej spadają, co usztywnia stanowisko negocjacyjne elektrowni. Chyba jedynym wytłumaczeniem, dlaczego ceny nie spadną byłaby decyzja polityczna w myśl teorii: to energetyka poniesie koszty spowolnienia gospodarczego, bo górnictwo jest na sprzedaż i nie może istotnie pogorszyć wyników.

Wyłączenia mocy wydobywczych kopalń sprawiło, że spadek cen węgla i rudy żelaza jest mniejszy niż cen stali. To powoduje, że opłacalność produkcji hutniczej jest zbliżona do poziomu z recesji 2008/09. Bez wyraźnego wzrostu cen stali w 2H'13 (efekt ożywienia gospodarczego w Chinach), scenariusz zakładający powrót cen węgla koksowego do 195 USD/t w końcu 2013 roku (przyjęty w naszych prognozach) jest wariantem optymistycznym. Przyjmujemy go jednak jako bazowy. Po trzech kwartałach 2012, JSW i LW Bogdanka odpowiadają za 77% zysku sektora. Nawet w konserwatywnym scenariuszu 4% spadku cen węgla w 2013 (r/r, mniej niż średnia dla sektora) od 2014 roku FCF/EV w Bogdance wzrośnie powyżej 10% (11-13%). JSW posiada 2,2 mld PLN gotówki netto, co stanowi 22% kapitalizacji Spółki.

Od końca czerwca zapasy miedzi na giełdach rosły (+78,5 tys. ton), z czego największy przyrost ma miejsce w USA (+41,6 tys. ton) oraz w Azji (+35,4 tys. ton). W pierwszym przypadku częściowo może tłumaczyć to efekt huraganu Sandy. Od jego zakończenia zapasy nieznacznie zaczęły spadać. Wzrost zapasów ma na razie charakter sezonowy i nie wynika z istotnej nierównowagi rynku. Od końca lutego zapasy powinny ponownie wejść w okres spadku, tym bardziej powinno wzmocnić ten efekt w światowej gospodarce. W takim otoczeniu popyt/podaż z jednej strony - z drugiej mając na uwadze płynnościowe działania banków centralnych (FED, ECB, BoJ, Chiny, WB) uważamy, że w przyszłym roku ceny miedzi będą utrzymywały się na wysokich poziomach (powyżej 7500 USD/t). W takim środowisku przyszłoroczne wyniki KGHM nie powinny istotnie odbiegać od bardzo dobrego roku 2012 (5,3 mld PLN) - pomimo, że spółka zapłaci podatek od wydobycia za pełne 12M a nie 9 (wprowadzony od kwietnia 2012).



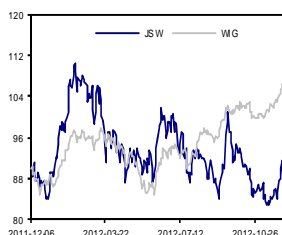
JSW (Akumuluj)

Cena bieżąca: 90,5 PLN Cena docelowa: 104 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-04

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	7 288,9	9 376,8	28,6%	8 938,4	-4,7%	7 895,1	-11,7%	Liczba akcji (mln)	119,2
EBITDA	2 770,5	3 576,9	29,1%	2 346,2	-34,4%	1 825,1	-22,2%	MC (cena bieżąca)	10 788,3
marża EBITDA	38,0%	38,1%		26,2%		23,1%		EV (cena bieżąca)	8 820,2
EBIT	1 946,9	2 732,6	40,4%	1 303,9	-52,3%	740,8	-43,2%	Free float	33,0%
Zysk netto	1 454,2	2 086,6	43,5%	995,2	-52,3%	545,5	-45,2%		
P/E	6,8	4,7		10,8		19,8		Zmiana ceny: 1m	-0,6%
P/CE	4,3	3,4		5,3		6,6		Zmiana ceny: 6m	-14,9%
P/BV	1,6	1,2		1,2		1,2		Zmiana ceny: 12m	-4,9%
EV/EBITDA	3,0	2,2		3,8		5,0		Max (52 tyg.)	110,6
Dywid (%)	1,3	2,8		5,9		2,8		Min (52 tyg.)	82,8



Barierą dla wzrostu cen węgla koksowego są nadal niskie ceny stali, co powoduje, że rentowność hut spadła do poziomu z okresu kryzysu 2008/09. Sytuacja zacznie się poprawiać najwcześniej w 2Q'13, przy czym oczekujemy, że do końca 2013 roku cena węgla koksowego nie przekroczy 200 USD/t. Rok 2013 przyniesie spadek cen węgla energetycznego, co szczególnie dotknie JSW, która w 2012 sprzedawała duże ilości węgla po wysokich cenach spotowych. Na koniec września Spółka posiadała 2,2 mld PLN gotówki netto. Z jednej strony daje to wysoki potencjał do wypłaty dywidendy (Skarb Państwa może potrzebować dywidend do równoważenia budżetu w otoczeniu niskiego wzrostu PKB), z drugiej rodzi obawy o to, że JSW może stać się inwestorem strategicznym w jednym z dwóch holdingów węglowych przewidzianych przez rząd do prywatyzacji. Powrót w roku 2014 cen węgla koksowego do poziomu 200 USD/t, implikuje wycenę Spółki na poziomie EV/EBITDA 4,0. Zalecamy akumulowanie akcji spółki z ceną docelową 104 PLN.

Rynek stali i węgla powoli, ale będzie się odbudowywał

4Q'12 i 1Q'13 to dołek cen węgla koksowego na rynkach światowych (hard: 170 USD/t). W związku z oczekiwanym ożywieniem w gospodarce światowej (pozytywny scenariusz), w tym przede wszystkim chińskiej, w kolejnych kwartałach oczekujemy, że ceny zaczną powoli rosnać osiągając poziom 195 USD/t pod koniec roku (210 USD/t to średnia w 2012). W przypadku węgla energetycznego, którego wydobycie w JSW wyniesie 3,8 mln ton, oczekujemy 15% spadku średniego przychodu na tonę. W IH2012 Spółka realizowała bardzo wysokie ceny węgla na rynku spot. Taki scenariusz oznacza, że 4Q'12 Spółka zamknie stratą (sezonowo wysokie koszty kwartału, dodatkowe rezerwy na przeszacowanie zapasów) a 1Q'13 minimalnym zyskiem.

Przed nami sezonowy wzrost popytu

Na przełomie roku, sezonowi wytwórcy stali powinni wchodzić w okres zwiększonej produkcji, co widoczne było w ostatnich trzech latach (wykres poniżej). Sezonowy szczyt produkcji przypadał w tych latach na okres wakacji letnich. Jeżeli sezonowość powtórzy się również w 2013 roku, w najbliższych miesiącach można liczyć na wzrost popytu na surowce wykorzystywane w procesie wielkopiecowym. Efekt ten powinien być wzmocniony, jeżeli globalny sentyment w przemyśle dalej będzie się poprawiał.

JSW może stać się inwestorem strategicznym w spółkach górniczych

Ministerstwo gospodarki chce zmienić strategię dla górnictwa, tak żeby dopuścić możliwość wprowadzenia do państwowych spółek (KW, KHW) inwestora strategicznego (obecnie tylko prywatyzacja przez giełdę). JSW jest najbardziej prawdopodobnym kandydatem. Kwestią pozostaje wycena, ale z dużym prawdopodobieństwem inwestorzy negatywnie przyjmą takie działania.

Ryzyko podaży akcji pracowniczych

W lipcu przyszłego roku mija okres, w jakim pracownicy Spółki nie mogli zbywać posiadanych akcji. Łącznie pracownicy JSW objęli nieodpłatnie 17 mln akcji (14,5% kapitału).



KGHM (Kupuj)

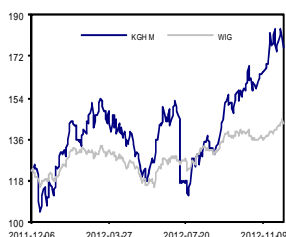
Cena bieżąca: 189 PLN

Cena docelowa: 204 PLN

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	16 766,5	22 107,2	31,9%	26 699,9	20,8%	25 631,6	-4,0%	Liczba akcji (mln)	200,0
EBITDA	6 262,4	13 997,8	123,5%	8 639,0	-38,3%	8 167,5	-5,5%	MC (cena bieżąca)	37 800,0
marża EBITDA	37,4%	63,3%		32,4%		31,9%		EV (cena bieżąca)	37 797,1
EBIT	5 506,3	13 153,6	138,9%	7 204,5	-45,2%	6 580,5	-8,7%	Free float	68,0%
Zysk netto	4 645,7	11 004,4	136,9%	5 349,7	-51,4%	4 864,6	-9,1%		
P/E	8,1	3,4		7,1		7,8		Zmiana ceny: 1m	6,4%
P/CE	7,0	3,2		5,6		5,9		Zmiana ceny: 6m	23,9%
P/BV	2,6	1,6		1,7		1,5		Zmiana ceny: 12m	40,9%
EV/EBITDA	5,6	1,8		4,4		4,5		Max (52 tyg.)	183,9
Dywid (%)	1,6	7,9		15,0		5,3		Min (52 tyg.)	104,6



Działania banków centralnych i pakiet stymulacyjny w Chinach powinny pozytywnie wpływać na ceny metali przemysłowych, w tym szczególnie na miedź, której fundamenty (popyt-podaż) pozostają stabilne (pomimo wyraźnego osłabienia światowego wzrostu gospodarczego). Dodatkowo należy oczekiwać wzrostu cen metali szlachetnych. To właśnie bardziej agresywne założenia dotyczące ich cen skłaniają nas do podwyższenia przyszłorocznej prognozy zysku netto z 3,5 mld PLN do 4,86 mld PLN (również w latach kolejnych). Wyższe ceny sprzedaży srebra, ale również złota i platynowców z kopalń w Ameryce Pn, w całości przekładają się na raportowany wynik operacyjny. Ponieważ wyniki KGHM nie zależą od lokalnego makro, które znajduje się we wczesnej fazie spowolnienia, spośród spółek z WIG20, KGHM daje najlepszą i najszybszą (wyniki) ekspozycję na oczekiwane ożywienie światowej gospodarki. Na początku 2013 roku zarząd przedstawi projekcje dotyczące projektu Sierra Gorda. W naszych szacunkach zakładamy, że CAPEX całego projektu zostanie zwiększony o 30%, co w przeliczeniu na akcje spółki odejmuje z wyceny 3 PLN. Po uwzględnieniu korekty prognoz metali, wyższych inwestycji i niższej stopy wolnej od ryzyka podwyższamy cenę docelową do 204 PLN (+24%) i podtrzymujemy rekomendację kupna.

Pakiet stymulacyjny w Chinach, ECB i FED w natarciu

Banki centralne broniąc gospodarki przed ponownym wejściem w recesję drukują pieniądze. W ostatnich miesiącach dynamika wzrostu bazy monetarnej zarówno w USA, Chinach jak i Europie przyspieszyła. Czynnikiem ten będzie utrzymywał cenę miedzi na obecnych poziomach. Dodatkowo w przyszłym roku Chiny (45% udział w globalnej konsumpcji miedzi) oprócz łagodzenia polityki monetarnej (obniżki stóp procentowych, stopy rezerw obowiązkowych) i pobudzaniu popytu wewnętrznego wprowadzą pakiet stymulacyjny, który opiera się na budowie infrastruktury (drogi, koleje, metro, porty). Łącznie przeznaczają na ten cel 157 mld USD (2% PKB).

Podwyższenie prognoz

Wymienione czynniki i pozytywne podejście do przyszłorocznych perspektyw dla rynku akcji i surowców, skłaniają nas do przyjęcia w prognozach wyższych cen miedzi (7 925 USD/t vs. 7 560 USD/t), srebra (1000 USD/kg vs. 900 USD/kg) oraz złota. W efekcie takich założeń przyszłoroczna prognoza zysku netto rośnie o 39% a w roku kolejnym o 8,5%.

Do 2015 wysoki CAPEX obniża zdolność dywidendową spółki

... tym niemniej oczekujemy, że KGHM będzie wypłacał co najmniej 50% zysku netto (nie mniej niż 8 PLN na akcję, w 2013 oczekujemy 10 PLN). W scenariuszu negatywnym dla gospodarki Skarb Państwa może zwiększyć dywidendy z kontrolowanych przez siebie spółek. W takim scenariuszu KGHM mógłby wypłacić akcjonariuszom nawet 3,5 mld PLN dywidendy (18 PLN na akcję). Z drugiej strony akcje KGHM (7%) mogą być wystawione przez Skarb na sprzedaż do inwestorów finansowych. Bardziej prawdopodobne jest jednak ich wniesienie jako podwyższenie kapitału do Inwestycji Polskich (BGK). Już za nieco ponad 1,5 roku spółka powinna uruchomić chilijski projekt Sierra Gorda. W pobliskiej kopalni (o bardzo podobnych parametrach) Antofagasta raportuje *cash cost* na poziomie 1400 USD/t. Projekt realizowany jest wspólnie z Sumitomo, za stronę techniczną realizacji projektu odpowiada globalny koncern - Fluor. Naszym zdaniem to właśnie dostrzeżenie przez inwestorów potencjału drzemącego w rozwijanych przez spółkę projektach inwestycyjnych odpowiada za silne zachowanie się kursu w ostatnich miesiącach i zniwelowanie dyskont w wycenie w stosunku do światowych koncernów wydobywczych, jakie historycznie charakteryzowały notowania spółki.



LW Bogdanka (Akumuluj)

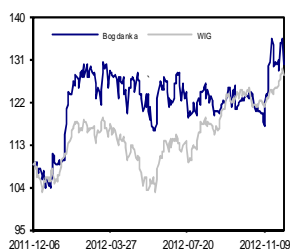
Cena bieżąca: 133 PLN

Cena docelowa: 143,8 PLN

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-04

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 230,4	1 301,3	5,8%	1 885,7	44,9%	2 025,6	7,4%	Liczba akcji (mln)	34,0
EBITDA	414,5	450,6	8,7%	736,0	63,3%	817,3	11,0%	MC (cena bieżąca)	4 523,7
marża EBITDA	33,7%	34,6%		39,0%		40,3%		EV (cena bieżąca)	4 820,8
EBIT	276,5	265,7	-3,9%	417,8	57,2%	473,1	13,2%	Free float	33,0%
Zysk netto	230,4	221,2	-4,0%	318,7	44,1%	354,6	11,2%		
P/E	19,6	20,5		14,2		12,8		Zmiana ceny: 1m	10,2%
P/CE	12,3	11,1		7,1		6,5		Zmiana ceny: 6m	3,5%
P/BV	2,3	2,1		2,0		1,8		Zmiana ceny: 12m	19,2%
EV/EBITDA	10,4	10,3		6,6		6,0		Max (52 tyg.)	135,5
Dywid (%)	0,0	1,1		3,0		3,5		Min (52 tyg.)	103,9



W okresie kiedy negocjowane są ceny sprzedaży węgla na rok przyszły mamy: z jednej strony wysokie wydobycie, spadający popyt, a w efekcie rekordowe zapasy surowca; z drugiej niższe o 8,4% ceny energii elektrycznej. W takim otoczeniu należy oczekiwać obniżek cen węgla w roku 2013, które naszym zdaniem będą dotyczyły również Bogdanki (-4% r/r). Nawet w takim scenariuszu Spółka od 2014 powinna wypłacać cały zysk netto w postaci dywidendy, co implikuje DY na poziomie 8-11%. W związku z przyjęciem konserwatywnego scenariusza co do cen węgla, oczekujemy zysku netto na poziomie 355 mln PLN (konsensusu rynkowego). Podtrzymujemy cenę docelową na poziomie 143,8 PLN za akcję. Tym samym podtrzymujemy również rekomendację akumuluj dla akcji Spółki.

Wydobycie wzrośnie do 9 mln ton ...

W br. Bogdanka zwiększy wydobycie do 8 mln ton, tj. o 35% r/r. Uruchomienie drugiej ściany w Polu Stefanów pozwoli zwiększyć produkcję węgla w roku przyszłym do 9 mln ton a w roku kolejnym do 11,0 mln ton. Przy słabym popycie wewnętrznym i zalegających na kopalnianych zwalach ponad 7 mln ton węgla, będzie musiała ulokować na rynku dodatkowe 3,5 mln ton surowca, co stanowi 5% krajowego wydobycia i ok. 8% zużycia węgla w energetyce. Spółka podpisała trzy przedwstępne umowy z odbiorcami, którzy mieli budować nowe bloki energetyczne. W przypadku Ostrołki umowę rozwiązano (zmiana koncepcji z bloku węglowego na gazowy). Projekt Kulczyk Holding w Pelplinie jak na razie nie wiadomo czy będzie realizowany. Rozpoczęto tylko budowę bloku w Kozienicach. Niski koszt wydobycia w relacji do kopalń śląskich pozwala Bogdancie skutecznie konkurować, jednak będzie odbywało się to kosztem osiągniętych cen.

... ale spadną ceny

Ceny węgla energetycznego w Europie od połowy września utrzymują się na zbliżonych poziomach, tj. 86-89 USD/t w ARA i 83-85 USD/t w przypadku węgla rosyjskiego w portach bałtyckich. Do Europy Zachodniej (ARA) nadal trafiają duże ilości węgla z RPA, Kolumbii i USA. Zjawisko to dodatkowo wspierają spadające koszty frachtu morskiego, co jest efektem nadpodaży tonażu przewozowego. Istotna podaż węgla dostępna jest również z kierunku wschodniego (Rosja, Ukraina), który nie mieści się na rynku azjatyckim. Słaby popyt krajowy (wzrost produkcji energii elektrycznej w oparciu o węgiel brunatny, spowolnienie gospodarcze) przy rosnącej podaży skutkuje wzrostem zapasów, które znajdują się na najwyższych poziomach od co najmniej 2005 roku. Na koniec września stan zapasów węgla kamiennego w polskich kopalniach wyniósł 7,01 mln ton (w stosunku do 5,52 na koniec czerwca, 1,83 mln ton na koniec 3Q2011), z czego zapasy węgla energetycznego to 6,02 mln ton. Dodatkowe 5 mln ton węgla energetycznego znajduje się na składach w elektrowniach węglowych. Biorąc to pod uwagę, w naszej prognozie wyników na 2013 przyjmujemy, że ceny węgla energetycznego z Bogdanki obniżą się o 4% r/r.

Oby nie znaleźli gazu łupkowego

Pomimo zakładanego spadku cen, rosnące wydobycie pozwoli Spółce poprawić wyniki, a zakończenie procesu inwestycyjnego na wypłatę wysokich dywidend w przyszłości. Czynnikiem, który mógłby zmienić postrzeganie Spółki w długim okresie jest tylko inna alternatywa dla energetyki, tj. tani gaz łupkowy. PGNiG poinformował o liczbie planowanych na ten rok odwiertów.

Przemysł

- **Oczekujemy spadkowych wolumenów sprzedaży w pierwszej połowie 2013 roku, co związane będzie z mniejszą chłonnością rynku krajowego oraz Europy Zachodniej – głównego kierunku eksportu. Szacujemy, że poprawiające się wskaźniki wyprzedzające dla przemysłu będą przekładały się na wzrost wolumenów sprzedaży począwszy od 3-4Q'13, dlatego słabe rezultaty spółek w pierwszej połowie 2013 roku wykorzystywalibyśmy do ich okazynego kupna.**
- **Spodziewamy się spadku podaży realizowanych projektów infrastrukturalnych i kubaturowych na rynku krajowym w 2013 roku, co negatywnie będzie wpływało na obroty branży producentów materiałów budowlanych i przemysłu ogółem.**
- **Umacniająca się złotówka do EUR i USD negatywnie wpływać będzie na rentowność eksporterów.**
- **Po stronie kosztowej na wyniki spółek przemysłowych pozytywny wpływ powinny mieć spadające ceny gazu ziemnego (-3,3% r/r) oraz energii elektrycznej (-9,0% r/r). Osłabienie gospodarcze zmniejszać będzie presję płacową po stronie pracowników, natomiast ożywienie gospodarcze w Chinach może powodować presję na ceny surowców.**
- **Analizowane przez nas spółki przemysłowe są obecnie na 2013 rok wyceniane z 3% premią na wskaźniku P/E'13 do spółek z indeksu MSCI Industrial dla świata i MSCI Industrial dla Europy. A w przypadku EV/EBITDA'13 z odpowiednio 18% i 9% dyskontem do indeksu MSCI Industrial dla świata i dla Europy.**

Kluczowe rekomendacje: Astarta (Kupuj), Impexmetal (Kupuj), Famur (Redukuj), Kopex (Redukuj)

Pozostałe spółki godne uwagi: AC Auto Gaz, Agroton, Fasing, KSG Agro, Mercor, Relpol, SecoWarwick, Selena

Wskaźnik PMI dla przemysłu w Polsce jest ujemny począwszy od 2Q'12, natomiast dla strefy EURO od VIII'11. Nasze obserwacje dowodzą, że polepszenie (pogorszenie) wskaźników PMI dla przemysłu strefy Euro w perspektywie 9-12 miesięcy powoduje wzrost (spadek) produkcji przemysłowej w Polsce. Realnie, więc 3Q'12 był pierwszym kwartałem, kiedy polskie spółki przemysłowe pokazały słabość wyników i spadki wolumenów sprzedaży. Obecnie poprawiające się wskaźniki PMI w Chinach powinny przełożyć się na polepszenie sentymentu w Europie począwszy od początku 2013 roku. Realnie jednak wyniki polskich przedsiębiorstw przemysłowych będą się poprawiać od 2H'13. Rynek ze względu na wysoką bazę 2012 roku może być zaskoczony dynamiką spadku wyników w 1H'13, dlatego okres ten wykorzystywalibyśmy, jako okazję do kupna spółek przemysłowych pod lepsze 2H'13.

O ile zamówienia w polskim przemyśle w roku 2012 generowane były przez rozpedzoną gospodarkę, to w 2013 roku spodziewamy się spadku ilości projektów kubaturowych (biurowe i komercyjne) i infrastrukturalnych (drogi, mosty, budowle użyteczności publicznej). Spodziewamy się nasilenia konkurencji wśród spółek sprzedających do branży budowlanej.

Umocnienie PLN do EUR negatywnie wpływa na eksporterów, sprzedających swoje towary do UE. Dotyczy to przede wszystkim branży metalowej, elektromaszynowej, producentów mebli, dostawców komponentów dla Automotive. Na mocnej złotówce nie skorzystają również producenci eksportujący swoje towary do krajów Europy Wschodniej, jako że umowy z tamtejszymi kontrahentami zawierane są w EUR i USD (produkcja płytek ceramicznych, mierników – Aparator, duże AGD - Amica). Mocna lokalna waluta nie pomoże również producentom maszyn i urządzeń dla górnictwa, którzy realizować będą kontrakty, na które oferty kalkulowane były, gdy złotówka była słabsza. Po stronie kosztowej pozytywnie na wyniki wpływać będą niższe ceny mediów (gaz i energia). Przy obecnym otoczeniu gospodarczym i spadających wolumenach pracodawcy nie będą odczuwali presji na wzrost płac.

Wojny cenowe, jakie miały miejsce w wybranych branżach w 2009/2010 roku (płyta drewnopochodna, stal, płytki ceramiczne) oceniamy, że nie zostaną powtórzone w przyszłym roku. W poprzednim osłabieniu koniunktury, te wynikały przede wszystkim z wysokich nagromadzonych zapasów, a nagłe obniżenie oczekiwań, co do wzrostu spowodowało gwałtowną ich wyprzedaż. Obecnie producenci i dystrybutorzy nauczeni doświadczeniem znacząco ograniczyli poziom zapasów, co niweluje ryzyko wyprzedaży w przypadku negatywnego zaskoczenia. Spodziewamy się natomiast, że marże na produkcji będą w 2013 roku utrzymywać się na stosunkowo niskim poziomie, co związane jest z rosnącą konkurencją na rynku.

Mediana wskaźników P/E i EV/EBITDA analizowanych przez nas spółek na 2013 rok wynosi odpowiednio 12,7x i 6,7x. Obecne wskaźniki P/E'13 i EV/EBITDA'13 dla indeksów MSCI Industrial World wynoszą 12,3x i 8,2x, a MSCI Industrial Europe 12,3 i 7,4x. W przypadku Kernela i Astarty, te są obecnie notowane na 2013 rok ze wskaźnikami P/E 5,4 i EV/EBITDA 4,9, najniżej od 2008/2009 roku, kiedy wskaźniki te odpowiednio wynosiły 2,8 i 3,7 (są jednak dwukrotnie droższe niż miało to miejsce w poprzednim osłabieniu koniunktury).

Przemysł

Prognozy i proponowane przez DI BRE pozycjonowanie mniejszych spółek przemysłowych w ramach portfela na 2013 rok

Spółka	Do rynku	Cena	P/E			EV/EBITDA			DYield			Dług netto'12 / EBITDA'12
			2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	
AC Auto Gaz	Przeważaj	24,30	10,0	9,3	9,5	6,9	6,8	6,7	0,0%	9,9%	10,7%	-0,2
Apator	Niedoważaj	32,50	24,0	11,5	15,5	13,6	9,4	10,1	1,1%	3,3%	4,2%	0,4
Berling	Niedoważaj	6,65	8,7	12,0	14,3	8,8	7,1	8,3	1,4%	3,0%	3,5%	-1,5
Bumech	Równoważ	6,31	4,7	6,2	5,9	3,7	3,5	3,0	0,0%	0,0%	0,0%	2,2
Ergis Eurofilms	Równoważ	3,20	846,9	14,2	14,3	6,8	7,3	6,2	0,0%	0,0%	0,7%	4,0
ES System	Niedoważaj	2,36	8,7	66,3	28,8	4,0	8,7	8,6	4,2%	4,2%	0,6%	-1,4
Fasing	Przeważaj	25,60	7,3	5,3	5,8	4,8	3,3	3,3	0,8%	2,3%	3,9%	0,9
Ferro	Równoważ	6,50	6,8	8,1	8,7	7,5	8,5	8,5	0,0%	4,6%	0,0%	4,0
Forte	Niedoważaj	11,60	7,1	8,9	12,2	5,6	6,0	6,6	6,5%	6,5%	6,5%	1,4
Libet	Niedoważaj	2,29	3,6	30,4	13,8	3,1	7,2	6,2	31,0%	17,5%	3,3%	3,3
Mercor	Przeważaj	14,08	10,4	-5,5	7,7	8,2	6,8	6,4	0,0%	0,0%	0,0%	2,3
Orzeł Biały	Równoważ	14,90	6,9	20,3	13,5	4,4	7,6	6,4	4,1%	5,0%	2,0%	-0,5
Patentus	Niedoważaj	1,99	15,0	7,6	21,3	11,0	5,7	6,5	0,0%	0,0%	0,0%	2,6
Polska Grupa Odlewnicza	Niedoważaj	2,08	10,0	8,7	16,3	5,6	5,2	7,9	0,0%	0,0%	3,5%	0,0
Pozbud	Równoważ	3,60	8,3	10,6	11,0	6,3	8,5	7,3	0,0%	1,6%	2,8%	2,1
Relpol	Przeważaj	8,16	11,4	6,7	6,4	5,7	4,4	4,1	0,0%	0,0%	2,6%	0,0
Seco Warwick	Przeważaj	35,80	23,2	9,2	8,3	10,9	5,5	5,2	0,0%	0,0%	0,0%	-0,4
Selena FM	Przeważaj	8,88	9,7	44,7	7,8	11,6	6,5	4,8	0,0%	0,0%	0,0%	2,9
Zamet Industry	Przeważaj	2,61	10,3	9,0	10,9	7,5	6,6	7,3	0,0%	14,6%	6,0%	0,1
Zetkama	Przeważaj	37,89	7,0	7,9	9,4	5,7	5,4	6,1	0,0%	2,6%	4,3%	1,2
ZM Ropczyce	Równoważ	18,50	20,4	9,2	12,5	10,1	6,3	7,0	0,0%	0,0%	0,0%	2,7

Źródło: DI BRE Banku S.A.



Alchemia (Trzymaj)

Cena bieżąca: 4,97 PLN

Cena docelowa: 5,1 PLN

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	670,6	1 156,0	72,4%	1 134,6	-1,9%	1 209,7	6,6%	Liczba akcji (mln)	207,0
EBITDA	47,6	194,3	308,2%	110,0	-43,4%	146,0	32,7%	MC (cena bieżąca)	1 028,8
marża EBITDA	7,1%	16,8%		9,7%		12,1%		EV (cena bieżąca)	1 147,8
EBIT	22,3	141,7	536,4%	68,8	-51,4%	105,5	53,4%	Free float	17,5%
Zysk netto	14,7	118,3	704,3%	41,8	-64,7%	79,3	89,7%		
P/E	69,9	8,7		24,6		13,0		Zmiana ceny: 1m	
P/CE	25,7	6,0		12,4		8,6		Zmiana ceny: 6m	
P/BV	2,0	1,6		1,7		1,5		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	24,7	5,6		10,4		7,4		Max (52 tyg.)	
Dywidenda (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	



Spodziewamy się, że wzrost obłożenia mocy produkcyjnych Grupy Alchemia realnie nastąpi dopiero w drugiej połowie 2013 roku wraz z polepszającą się koniunkturą na rynkach Europy Zachodniej (główny kierunek eksportowy). Najbliższe trzy kwartały (4Q'12, 1Q'13 i 2Q'13), to okres wysokiej bazy rezultatów i prawdopodobnie ujemnej dynamiki wyników. Szacujemy, że realnie wyniki będą się poprawiać począwszy od drugiej połowy 2013 roku, gdy widoczne będą pierwsze efekty konsolidacji Grupy, przeniesienia rosnących cen stali na klienta ostatecznego oraz wzrostu wolumenów sprzedaży. Niewykluczone, że gdyby w trakcie roku nadarzyła się okazja, to Alchemia zdecydowałaby się na przejęcie, w szczególności w zakresie zapewnienia wsadu stalowego (np. piece indukcyjne). Do tego czasu gorsze rezultaty nadchodzących kwartałów traktowalibyśmy jako okazję do zakupu akcji producenta stalowych rur. Podtrzymujemy rekomendację Trzymaj, a cenę docelową podwyższamy z 4,9 PLN do 5,1 PLN.

Wysoka baza rezultatów w 4Q'12 i IH'13

Obecnie obserwowane spadające wolumeny sprzedaży na terenie Europy powodują, że wielu producentów, by utrzymać wykorzystanie mocy produkcyjnych na przyzwoitym poziomie musi obniżyć ceny produktów. Niestety realne polepszenie sytuacji spodziewane jest dopiero w drugiej połowie przyszłego roku, gdy odmrożone zostaną dotychczas wstrzymane inwestycje i poprawi się otoczenie w przemyśle. W 4Q'12 i pierwszej połowie 2013 roku baza rezultatów analogicznego okresu roku ubiegłego znajduje się na wysokim poziomie, w związku z czym przed Spółką 2-3 kwartały ujemnej dynamiki wyników.

Nie sprzyjają kursy walutowe i wzrosty cen stali

Spodziewane umocnienie złotówki do USD i EUR powodować będzie, że rentowność produkcji przeznaczonej na eksport będzie się zmniejszała. Spółka około 40% sprzedaży plasuje na rynkach UE. Możliwy wzrost cen stali na rynkach światowych powodować będzie nacisk na marże producentów rur walcowanych bez szwu. Producenci rur zwykle wzrosty cen stali przekładają na klientów końcowych z około 3-6-ście miesięcznym opóźnieniem, dlatego szczególnie negatywny jest gwałtowny wzrost metalu. Pozytywnie na działalność Spółki wpływać powinien spadek cen energii elektrycznej, cen węgla i gazu ziemnego.

Konsolidacja Grupy źródłem oszczędności w 2013 roku

Spółka w pierwszej połowie 2013 roku zakończy proces konsolidacji Grupy, w wyniku którego szacowane przez nas oszczędności z tytułu niższych kosztów zarządzania i sprzedaży sięgnąć mogą nawet 10 mln PLN w skali roku. Dodatkowo w rezultacie połączenia w Grupie będzie możliwe zmniejszenie efektywnej stopy opodatkowania – głównie dzięki optymalizacji obciążeń związanych z podatkiem CIT i VAT. Również widoczne powinny być efekty procesu zwiększania przychodów kierowanych bezpośrednio do klienta finalnego, dzięki czemu marże rosną o kilka punktów procentowych (obecnie około 60% sprzedaży grupy jest kierowane do klienta finalnego z wykluczeniem hurtownika (według naszych szacunków pozytywny efekt, to między 2,5-7,5 mln PLN w skali roku)).

W ciągu roku możliwe przejęcie

Słaba koniunktura w branży stalowej sprzyja poszukiwaniom podmiotów, które mogłyby się stać przedmiotem akwizycji. Alchemia według naszych szacunków, mimo agresywnie prowadzonego skupu akcji własnych, na koniec roku będzie miała zadłużenie netto do EBITDA'12 na poziomie 1,1x. Jeżeli nadarzyłaby się okazja, to istnieje możliwość, że Spółka zdecyduje się na przejęcie jakiegoś podmiotu z branży. Naszym zdaniem przedmiotem akwizycji mógłby się stać jeden z producentów stali wykorzystujący technologię opartą na piecach indukcyjnych (przerób złomu stalowego). Na rynku krajowym działa obecnie 5 większych podmiotów działających w oparciu o przetwarzanie złomu stalowego (Huta ArcelorMittal w Warszawie, CMC Zawiercie, Celsa Huta Ostrowiec, Ferrostal Łąbędy oraz w Huta Stali Jakościowych).



Astarta (Kupuj)

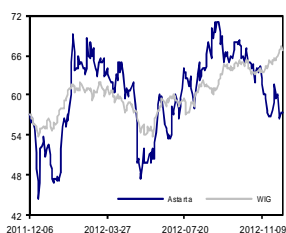
Cena bieżąca: 57,7 PLN

Cena docelowa: 76,9 PLN

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn UAH)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 328,2	3 385,5	45,4%	4 212,6	24,4%	4 189,2	-0,6%	Liczba akcji (mln)	25,0
EBITDA	1 051,4	1 236,0	17,6%	1 239,3	0,3%	1 512,9	22,1%	MC (cena bieżąca)	1 442,5
marża EBITDA	45,2%	36,5%		29,4%		36,1%		EV (cena bieżąca)	2 478,4
EBIT	911,7	1 041,1	14,2%	1 025,3	-1,5%	1 288,8	25,7%	Free float	32,0%
Zysk netto	834,9	976,1	16,9%	814,0	-16,6%	1 086,3	33,5%		
P/E	4,4	3,8		4,5		3,4		Zmiana ceny: 1m	-8,2%
P/CE	3,8	3,2		3,6		2,8		Zmiana ceny: 6m	-3,4%
P/BV	1,7	1,2		0,9		0,7		Zmiana ceny: 12m	2,6%
EV/EBITDA	4,6	4,7		5,1		4,0		Max (52 tyg.)	71,0
Dywidenda (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	44,4



Spodziewamy się, że niższy areał i zbiory buraka cukrowego na Ukrainie w sezonie 2011/2012 przełożą się do spadku produkcji cukru o 20% r/r. To z kolei powinno powodować, że na koniec sezonu 2012/2013 wskaźnik zapasów do konsumpcji dla rynku ukraińskiego spaść może nawet do poziomu 5% (vs. 18,4% w 2011/2012), a to z kolei będzie miało pozytywny wpływ na kształtowanie się cen na lokalnym rynku w 2013 roku. Pozytywnym czynnikiem jest również wycofanie się z rynku cukru graczy takich jak Kernel, czy Sintal, co zmniejszać będzie wielkość podaży cukru w kolejnym 2013/2014 sezonie. W 2013 roku Astarta rozpocznie działalność związaną z tłoczeniem oleju sojowego, na którym w 2012 roku marże były o 2,8x wyższe niż w przypadku oleju słonecznikowego. Nie spodziewamy się istotnej przeceny na rynku zbóż w kolejnym roku (do 10%), co będzie gwarantować duży deficyt pszenicy z sezonu 2012/2013 (3-ci najwyższy od lat 60-tych) oraz najniższe od lat 70-tych wskaźniki zapasów do konsumpcji dla kukurydzy. Podtrzymujemy rekomendację Kupuj dla Astarty, a cenę docelową podwyższamy z 74 PLN do 76,9 PLN.

Ceny cukru w 2012 roku

Według naszych szacunków na koniec sezonu 2012/2013 wskaźnik zapasów do konsumpcji dla rynku ukraińskiego spaść może nawet do poziomu 5% (vs. 18,4% w 2011/2012), a to z kolei powinno mieć pozytywny wpływ na kształtowanie się cen na lokalnym rynku w 2013 roku. Spodziewamy się, że po korekcie cen, jaka miała miejsce w okresie kampanii cukrowej, w kolejnym roku odnotujemy trend wzrostowy, który potrwalić może do następnej kampanii we wrześniu 2013 roku. Wtedy obserwowalibyśmy wzrostowy trend cen cukru, aż do 6500 UAH/t w okresie letnim. Pozytywnym faktem na sezon 2013/2014 może być fakt zapowiadanego wyjścia z produkcji cukru dotychczasowych graczy jak Sintal czy Kernel którzy decydują się sprzedać posiadane cukrownie i zwiększyć produkcję w zakresie takich upraw jak kukurydza, słonecznik czy soja. W kolejnym sezonie okazać się może, że na rynku ponownie ma miejsce nierównowaga popytowo-podażowa, a ceny wzrosną wyraźnie bardziej niż koszty wytworzenia.

Projekt budowy tłoczni przetwórstwa soi

Spółka w sezonie 2012/2013 rozpocznie działalność tłoczni oleju sojowego. Moce produkcyjne nowej instalacji mają wynieść 220 tys. ton wsadu rocznie, a Astarta zakłada, że w 2015 roku udział przychodów z tytułu produkcji oleju sojowego sięgnie 15% obrotu całej Grupy. Wsad do tłoczni ma w 60% pochodzić z produkcji rolnej Astarty. Projekt budowy tłoczni wydaje się nam ciekawy, szczególnie biorąc pod uwagę obecne bardzo wysokie marże na tłoczeniu soi (w roku 2012 marża na tłoczeniu słonecznika wyniosła 170 USD/t, podczas gdy na soi 480 USD/t).

Ceny zbóż w 2013 roku

Bieżące prognozy popytu i podaży zbóż przeprowadzane przez USDA zakładają, że w sezonie 2012/2013 deficyt na pszenicy wyniesie 28,7 mln ton, a wskaźnik zapasów do konsumpcji 25,6% (najniżej od sezonu 2002/2003). Wielkość deficytu w historii była tylko większa dwukrotnie tj. w sezonie 2002/2003 i 1987/1988. Wówczas, aby odbudować zapasy do wcześniejszych poziomów rynek potrzebował między 3-4 lata. W przypadku kukurydzy w sezonie 2012/2013 deficyt produkcji wyniesie 17,5 mln ton i będzie najwyższy od 2010/2011 roku, a wielkość zapasów do konsumpcji sięgnie 13,8%. W przypadku kukurydzy na światowym rynku większe niż w bieżącym poziomie deficyty zboża miały miejsce w latach 2010/2011, 2003/2004, 2002/2003, 2001/2002, 1993/1994, 1988/1989, i 1983/1984. Dlatego więc poziom deficytu w bieżącym sezonie nie jest na tle danych historycznych szczególnie wysoki. Inaczej jeśli spojrzymy na wielkość zapasów do konsumpcji, które historycznie są na poziomie najniższym od lat 70-tych i tylko bardzo duża wieloletnia nadpodaż spowodowałaby ich wzrost do poziomów widywanych 40 lat wcześniej. Patrząc więc na tę analizę raczej trudno jest się spodziewać istotnej przeceny zbóż w roku kolejnym. Prawdopodobnie jedynie bardzo dobre warunki atmosferyczne mogłyby doprowadzić do istotnej przeceny na rynkach. Nie zakładamy więc, aby zboża średnio w kolejnym sezonie spadały o więcej niż 10% r/r.



Boryszew (Trzymaj)

Cena bieżąca: 0,53 PLN Cena docelowa: 0,56 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 134,8	4 332,8	38,2%	4 649,0	7,3%	4 613,7	-0,8%	Liczba akcji (mln)	2 256,7
EBITDA	180,4	351,0	94,5%	380,2	8,3%	276,6	-27,2%	MC (cena bieżąca)	1 196,1
marża EBITDA	5,8%	8,1%		8,2%		6,0%		EV (cena bieżąca)	2 456,0
EBIT	100,2	253,3	152,8%	276,7	9,2%	165,3	-40,2%	Free float	42,9%
Zysk netto	5,2	145,4	2712,9%	134,3	-7,6%	74,6	-44,4%		
P/E	115,7	8,2		8,9		16,0		Zmiana ceny: 1m	-1,9%
P/CE	7,0	4,9		5,0		6,4		Zmiana ceny: 6m	-14,5%
P/BV	1,1	1,6		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m	-20,9%
EV/EBITDA	9,2	6,8		6,5		8,9		Max (52 tyg.)	0,9
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	0,5



Od początku roku sprzedaż samochodów osobowych w UE spadła o 10,3% r/r i średnio była najniższa w okresie ostatnich 5-ciu lat. Naszym zdaniem rekordowo niska baza 2012 roku buduje szanse na stabilizację spadkowego trendu w 2013 roku lub nawet jego przełamanie w 2H'13. W samym Boryszewie w 2013 roku wygasają stare nisko rentowne kontrakty zawiązywane jeszcze przed przejściem aktywów, a w życie wchodzi nowe z wyższą marżą. Mimo spodziewanej poprawy rentowności w segmencie Automotive akcje Boryszewa na początku 2013 roku są obecnie wyceniane ponad dwukrotnie drożej niż akcje poddostawców koncernów samochodowych w Europie Zachodniej, dlatego raczej trudno jest się spodziewać dużego wzrostu cen akcji w kolejnym roku. Podtrzymujemy rekomendację Trzymaj dla Boryszewa.

Europejski rynek samochodów w 2013 roku odbije się od dna?

Spodziewamy się, że niska baza roku 2012, może powodować, że w 2013 roku nie będziemy obserwowali tak drastycznych spadków sprzedaży samochodów, jak miało to miejsce w roku ubiegłym. Gdyby dodatkowo w wybranych miesiącach udało się zwiększyć ubiegłoroczna sprzedaż, to wówczas istnieje szansa, że rynek mógłby zacząć spekulować o odbiciu. Rekordowo niska na przestrzeni ostatnich pięciu lat sprzedaż samochodów w 2012 roku i bardzo słabe wyniki sprzedażowe koncernów zlokalizowanych we Francji, Hiszpanii i we Włoszech powodować może, że lokalne rządy chcąc chronić swoją gospodarkę zdecydują się na wprowadzenie jakiś planów pomocy dla sektora motoryzacyjnego. Obecnie najbardziej prawdopodobny scenariusz, w którym rządy UE decydują się na pomoc dla sektora motoryzacyjnego, to taki, gdzie sprzedaż koncernów niemieckich spada, a wówczas Rząd Niemiecki jest bardziej zdeterminowany by utrzymywać produkcję na wysokich poziomach.

Backlog segmentu Automotive

Obecnie posiadane umowy z koncernami samochodowymi pozwalają na osiągnięcie sprzedaży segmentu Automotive na poziomie 345 mln EUR w 2012 roku oraz odpowiednio 345 i 325 mln EUR w 2013 i 2014 roku. Jeszcze niezdołyte projekty do nowych platform samochodowych powinny pozwolić na osiągnięcie dodatkowego obrotu w 2015 roku do 45 mln EUR. Celem Zarządu jest osiągnięcie w 2015 roku sprzedaży segmentu Automotive na poziomie 370 mln EUR z 345 mln EUR w 2012 roku (+7%).

Restrukturyzacja źródłem poprawy efektywności

Zarząd w perspektywie dwóch kolejnych lat (2013 i 2014) zamierza zmniejszyć koszty segmentu Automotive o 10-12 mln EUR, co doprowadzi do wzrostu rentowności EBITDA do 10%. Źródłem poprawy będzie ograniczenie działalności oddziałów generujących straty, zmiany poddostawców na tańszych partnerów, przeniesienia produkcji do Polski, zwiększenia proporcji pracowników zatrudnionych przez pośredników oraz zmniejszenie kosztów sprzedaży i zarządu poprzez centralizację grupy.

Wejście na rynki BRIC na horyzoncie

Boryszew na przełomie 1 i 2 kwartału 2013 roku rozpocznie produkcję fabryki w Rosji. W pierwszym etapie nakłady inwestycyjne sięgną 15-20 mln EUR, a w pierwszym roku działalności przychody nowego obiektu szacowane są na około 20 mln EUR. Są one gwarantowane odbiorem towaru przez Grupę Volkswagen.

Sprzedaż akcji Polimex-Mostostal

Spodziewamy się, że w 2013 roku Boryszew ostatecznie zdecyduje o wycofaniu się z inwestycji w akcje Polimex – Mostostal Siedlce. Zarząd wcześniej deklarował, że warunki istotnego rozwodnienia akcji budowlanej Spółki skłaniają do analizy, czy projekt inwestycyjny rzeczywiście jest tak atrakcyjny jak wcześniej zakładano.



Famur (Redukuj)

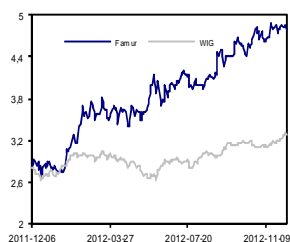
Cena bieżąca: 4,86 PLN

Cena docelowa: 4,2 PLN

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	635,9	922,6	45,1%	1 525,0	65,3%	1 134,0	-25,6%	Liczba akcji (mln)	481,5
EBITDA	115,8	262,0	126,2%	506,5	93,3%	316,6	-37,5%	MC (cena bieżąca)	2 340,1
marża EBITDA	18,2%	28,4%		33,2%		27,9%		EV (cena bieżąca)	2 340,3
EBIT	83,1	154,2	85,6%	382,2	147,8%	192,2	-49,7%	Free float	16,8%
Zysk netto	73,4	95,2	29,8%	286,6	200,9%	143,8	-49,8%		
P/E	31,9	24,6		8,2		16,3		Zmiana ceny: 1m	3,7%
P/CE	22,1	11,5		5,7		8,7		Zmiana ceny: 6m	28,0%
P/BV	4,0	3,8		2,6		2,4		Zmiana ceny: 12m	65,5%
EV/EBITDA	20,0	9,7		4,6		6,8		Max (52 tyg.)	4,9
Dywid (%)	0,0	3,3		0,0		4,9		Min (52 tyg.)	2,7



Spadek wydobycia węgla na Górnym Śląsku (-9,8% r/r w 1-3Q'12), rekordowo wysokie zużycie węgla energetycznego (7,0MT na koniec 3Q'12) oraz koszty wydobycia na poziomie cen węgla energetycznego powodują, że kopalnie zmuszone są do czasowego wstrzymania projektów inwestycyjnych. Spodziewamy się, że zapoczątkowany w 3Q'12 spadek wartości nowych zamówień będzie dalej następował, a Spółka realnie w połowie przyszłego roku odczuje tego skutki na wynikach finansowych. Famur w 2012 roku w okresie koniunktury zbudował sobie bardzo wysoką i nie możliwą do powtórzenia bazę wyników (w 1-3Q'12 wynik netto w każdym kwartale przekracza 50 mln PLN). Warto zauważyć również, że Famur w okresach dekonunktury w poprzednim cyklu wstrzymywał się z nabywaniem nowych mniej rentownych zleceń, przez co w wybranych kwartałach notował bardzo słabe wyniki finansowe (przykład 4Q'09 gdzie wynik EBIT wyniósł -6,1 mln PLN). Sądzymy, że taka sytuacja mogłaby się powtórzyć również i w roku 2013. Podtrzymujemy rekomendację Redukuj dla Grupy Famur, a cenę docelową podwyższamy z 4,1 PLN do 4,2 PLN.

Koniunktura na węgiel kopalni na Górnym Śląsku

Po bardzo dobrym pod względem sprzedaży węgla roku 2011 (sprzedaż była o 0,6% wyższa niż wydobycie) w 1-3Q'12 na rynku lokalnym obserwowany jest wyraźny spadek wolumenów sprzedaży (w 1-3Q'12 -9,8% r/r i -10,8% vs. wydobycie). W rezultacie tego na przykopalnianych zużyciach rosną zapasy węgla, które w IX'12 osiągnęły poziom 7,0MT – rekord od 2005 roku. Dodatkowo cały czas konkurencyjny cenowo dla produkcji na Górnym Śląsku pozostaje węgiel rosyjski, który przy umocnieniu się PLN do USD będzie wywierał presję na ceny krajowe. Wysoki, rosnący koszt wydobycia kopalni na Górnym Śląsku (299,8 PLN/t w 1-3Q'12) połączony z brakiem możliwości podniesienia cen w kolejnym roku (w 1-3Q'12 węgiel energetyczny 298,4 PLN/t) będzie zmniejszał wyniki spółek węglowych. Obecnie różnica zobowiązań i należności kopalni zlokalizowanych na Górnym Śląsku jest w IH'12 o 16% wyższa niż średnia z ostatnich czterech lat.

Efekt pogorszenia koniunktury

Spodziewamy się dalszego spadku backlogu w pierwszej połowie 2013 roku, a jeśli sytuacja w polskim sektorze wydobycia nadal będzie się kształtować słabo, to spadek będzie miał miejsce w całym roku. Pierwsze efekty niższego portfela zamówień na wynikach producentów maszyn i urządzeń dla górnictwa naszym zdaniem będą widoczne na przełomie 2Q'13 i 3Q'13. Wówczas należy się liczyć z istotnym spadkiem przychodów i rentowności, również ze względu na fakt, iż nowe kontrakty w okresie dekonunktury zdobywane są na istotnie niższych marżach (duża cykliczność branży). Nie wykluczamy, że przy znaczącym spadku backlogu na rynku dojść może do wojen cenowych, gdyż producenci będą chcieli wypełnić moce produkcyjne za wszelką cenę tylko po to, by pokryć koszty stałe. Wówczas analogicznie do cyklu 2009-2010 według nas kopalnie będą wykorzystywały tę okazję do zaproponowania dostawcom mniej korzystnych form płatności (leasing z odroczoną płatnością, wysokie limity wydobycia urządzeń, opóźnienia w płatnościach). Te z kolei będą się przekładały na gorszą sytuację płynnościową producentów maszyn i urządzeń dla górnictwa.

Portfel zamówień – mniej umów w 2H'12

Po bardzo dobrym pod względem ilości zdobywanych nowych zamówień 4Q'11 (410 mln PLN), 1Q'12 (669 mln PLN) i 2Q'12 (194 mln PLN), kolejne dwa kwartały wskazują, że sytuacja na rynku inwestycji górniczych zaczęła się pogarszać. Na dzień dzisiejszy wielkość raportowanych nowych zamówień w 3Q'12 wyniosła 186 mln PLN (-8,9% r/r), a w 4Q'12 77 mln PLN (-81,2% r/r). Nie spodziewamy się, aby duża ilość kontraktów podpisywanych na przełomie 2011 i 2012 roku mogła się powtórzyć obecnie. Spodziewamy się dalszego spadku poziomu backlogu i realnego pogorszenia rezultatów w połowie 2013 roku. Dodatkowo tegoroczne bardzo dobre rezultaty, to efekt podpisanych umów na przełomie 2011 i 2012 roku, a część z nich była zawierana przy bardzo korzystnych kursach walutowych (obecnie PLN/EUR -7% r/r).



Impexmetal (Kupuj)

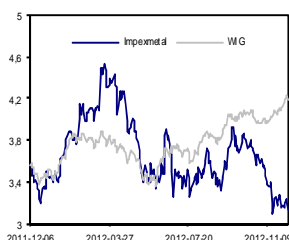
Cena bieżąca: 3,42 PLN

Cena docelowa: 4,2 PLN

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 417,6	2 806,1	16,1%	2 602,1	-7,3%	2 577,8	-0,9%	Liczba akcji (mln)	200,0
EBITDA	166,9	202,0	21,0%	212,1	5,0%	153,1	-27,8%	MC (cena bieżąca)	684,0
marża EBITDA	6,9%	7,2%		8,1%		5,9%		EV (cena bieżąca)	1 109,1
EBIT	105,5	142,0	34,6%	154,2	8,5%	93,3	-39,5%	Free float	37,3%
Zysk netto	76,8	104,6	36,2%	125,1	19,6%	60,4	-51,7%		
P/E	8,9	6,5		5,5		11,3		Zmiana ceny: 1m	-7,6%
P/CE	5,0	4,2		3,7		5,7		Zmiana ceny: 6m	-10,0%
P/BV	0,8	0,8		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	-9,8%
EV/EBITDA	6,7	5,5		5,2		6,8		Max (52 tyg.)	4,5
Dywid (%)	0,0	5,8		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,1



Rosnące z kwartału na kwartał wolumenty produkcji blach aluminiowych, spadające ceny energii elektrycznej i gazu ziemnego (o odpowiednio 3,3% r/r i 9,0% r/r) zapowiadają poprawę rezultatów głównego segmentu Grupy Impexmetal w 2013 roku (ponad 60% EBITDA Grupy). Spodziewamy się nieznacznie niższych wyników zależnego Baterpolu (EBIT -6% r/r), stabilnych wyników FŁT Polska i ZM Silesia. W 2013 roku, po uzyskaniu pozwolenia na budowę Zarząd zdecyduje o przyszłości gruntu przy ulicy Łuckiej w Warszawie. Możliwa jest zarówno sprzedaż nieruchomości jak i decyzja o dewelopowaniu gruntu na własną rękę. Negatywna informacja może dotyczyć procesu prywatyzacji FŁT Kraśnik (dostawca około 60% wolumenów FŁT Polska z Grupy Impexmetal). Przegrana w przetargu Grupy Boryszew może powodować ryzyko utraty części wolumenów w 2014 roku. Grupa Impexmetal ponad 40% sprzedaży plasuje na rynkach UE, dlatego prawdopodobne odwrócenie spadkowego trendu na wskaźnikach wyprzedzających dla przemysłu w Europie powinno pozytywnie wpływać na sentyment do akcji Impexmetal. Podtrzymujemy rekomendację Kupuj.

Wysokie wolumeny w segmencie blach aluminiowych

Spółka na kolejny rok zakontraktowała sprzedaż ponad 90% wolumenów Huty Aluminium Konin, a obecnie obłożenie rośnie z kwartału na kwartał (88,2% w 1Q'12, 86,7% w 2Q'12 i 91,1% w 3Q'12). W kolejnym roku Grupa Impexmetal korzystać będzie z niższych o odpowiednio 3,3% i 9,0% cen gazu ziemnego oraz energii. Z kolei rosnące ceny aluminium zwiększać powinny presję na spadek marży producentów wlewek i gąsek (obecnie około 280 USD/t - najwyższej od 2007 roku), a tym samym wzrost marży przetwórców. Wzrost wykorzystania mocy produkcyjnych powinien implikować wyższe marże przerobowe, a zatem wynik segmentu aluminium (ponad 60% EBITDA Grupy) powinien się poprawiać.

Baterpol tylko nieznacznie pogorszy wyniki w 2013 roku

Zeszłoroczna łagodna zima, wzrost mocy produkcyjnych oraz rozwój szarej strefy wpłynął na deficyt złomu akumulatorowego na rynku. Oczekujemy, że sytuacja mogłaby się ustabilizować w 2013 roku, co pozwoliłoby na niewielki spadek wyników operacyjnych Baterpolu (prognozujemy 5,0 mln PLN EBIT w 2013 roku wobec 5,3 i 45,5 mln PLN w 2012 i 2011 roku). Wszystko zależy od tego, jak nisko spadną temperatury w okresie zimowym oraz czy branża recyklerów udałoby się medialnie zablokować próby złagodzenia ustawy odnośnie odzyskiwania ołowiu ze złomu akumulatorowego. Obecnie środowisko recyklerów prowadzi własną kampanię uświadamiającą opinię społeczną o następstwach zmian w aktualnej ustawie.

Przetarg na Fabrykę Łożysk Tocnych Kraśnik

Zarząd przy okazji wyników za 3Q'12 przedstawił, że Boryszew złożył wstępną ofertę zakupu udziałów w FŁT Kraśnik w przetargu organizowanym przez ARP. Naszym zdaniem istnieje 60% prawdopodobieństwo, że najlepszą ofertę zakupu złoży podmiot chiński, a to implikowałoby ryzyko nie przedłużenia obecnej umowy na dostawy łożysk do FŁT Polska (obecnie około 60% dostaw pochodzi z Kraśnika). Szacujemy, że wówczas rynek mógłby spekulować, że podmiot Impexmetal utraci część biznesu (FŁT Polska w 1-3Q'12 odpowiadała za 11% EBITDA Grupy). Spodziewamy się, że najszybciej mogłoby to nastąpić w 2014 roku (obecnie Spółka kontraktuje dostawy na 2013 rok), w związku z tym ostrożnościowo zakładamy utratę 30% przychodów w 2014 roku przez FŁT Polska. Jeżeli taki scenariusz się zrealizował, wówczas część dostaw z Kraśnika zostanie zastąpiona innymi źródłami (np. z Chin). FŁT Kraśnik obecnie nie posiada własnej sieci dystrybucyjnej, w związku z czym zerwanie umowy z FŁT Polska wymagałoby budowy odpowiednich struktur w całej Europie.

Po pozwoleniu na budowę poznamy przyszłość Łuckiej

Po uzyskaniu pozwolenia na budowę na Łuckiej Zarząd zdecyduje, czy sprzedać nieruchomość, czy rozpocząć dewelopowanie gruntu. Naszym zdaniem cena, przy jakiej Zarząd zdecydowałby się sprzedać grunt, to około 100 mln PLN. Decyzję o zaangażowaniu się w projekt na własną rękę według nas rynek oceniłby negatywnie.



Kernel (Trzymaj)

Cena bieżąca: 69 PLN

Cena docelowa: 61,2 PLN

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn USD)	2009/10	2010/11	zmiana	2011/12	zmiana	2012/13P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 020,5	1 899,1	86,1%	2 157,4	13,6%	2 423,9	12,4%	Liczba akcji (mln)	79,7
EBITDA	190,0	309,6	62,9%	322,0	4,0%	365,2	13,4%	MC (cena bieżąca)	5 498,2
marża EBITDA	18,6%	16,3%		14,9%		15,1%		EV (cena bieżąca)	6 206,9
EBIT	167,5	277,3	65,5%	256,5	-7,5%	283,6	10,6%	Free float	61,8%
Zysk netto	152,0	226,3	48,9%	206,7	-8,6%	221,6	7,2%		
P/E	10,5	7,7		8,4		7,8		Zmiana ceny: 1m	2,6%
P/CE	9,1	6,7		6,4		5,7		Zmiana ceny: 6m	6,5%
P/BV	2,7	1,8		1,5		1,2		Zmiana ceny: 12m	-4,5%
EV/EBITDA	8,9	6,0		6,1		5,4		Max (52 tyg.)	75,3
Dywidenda (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	51,5



Niższa o 15% r/r podaż słonecznika na rynku ukraińskim oraz niskie ceny olejów roślinnych na światowych rynkach powodują, że marże na tłoczeniu słonecznika w sezonie 2012/2013 spadają i w 4Q'12 znajdują się na poziomie najniższym od 2010 roku (135 USD/t; -33% r/r). Rok 2012/2013 będzie trzecim z rzędu, w którym Kernel nie odnotuje poprawy rezultatów, mimo że w międzyczasie Spółka przeznaczyła około 500 mln USD na akwizycje. Obecnie Kernel notowany jest ze wskaźnikami 7,5 P/E'13 i 6,4 EV/EBITDA'13 i jest jedną z najdroższych spółek spożywczych z Ukrainy, notowaną na warszawskim parkiecie. W sezonie 2012/2013 nie spodziewamy się istotnej przeceny na rynku zbóż w kolejnym roku (do -10%), co będzie gwarantować duży deficyt pszenicy (3-ci najwyższy od lat 60-tych) oraz najniższe od lat 70-tych wskaźniki zapasów do konsumpcji dla kukurydzy. Obniżamy naszą cenę docelową z 61,5 PLN do 61,2 PLN, a zalecenie inwestycyjne pozostawiamy na Trzymaj.

Niskie marże na tłoczeniu słonecznika

W sezonie 2012/2013 światowy deficyt oleju słonecznikowego na świecie wyniesie 0,03MT (rynek zbilansowany), a wskaźnik zapasów do konsumpcji wyniesie 13,7% i będzie najwyższy od lat 90-tych i sezonów 2008/2009 oraz 2011/2012. Wskaźnik zapasów do konsumpcji dla oleju słonecznikowego będzie również wyraźnie wyższy niż dla oleju rzepakowego (5,7%) i sojowego (6,7%), natomiast porównywalny z najczęściej spotykanym palmowym (13,5%). Całkowita nadpodaż olejów roślinnych w sezonie 2012/2013 wyniesie 0,3MT, a wskaźnik zapasów do konsumpcji 9,9% (porównywalny poziom do tego jaki ma miejsce od lat 80-tych). W takim otoczeniu według nas raczej trudno będzie o gwałtowny wzrost cen olejów roślinnych na świecie, które w naszej opinii będą utrzymywały się na analogicznym poziomie w związku z dużą podażą oleju palmowego (około 60-70% podaży olejów ogółem). Z kolei ceny słonecznika na rynku ukraińskim utrzymują się na stosunkowo wysokich poziomach w związku z niższymi o około 10% zbiorami słonecznika w sezonie 2011/2012. W 3Q'12 marże na tłoczeniu słonecznika znajdowały się na poziomie 180 USD/t (-14% r/r), natomiast w 4Q'12 spadły do poziomu 135 USD/t (-33% r/r) (najniższe od 2010 roku). Szacujemy, że niesprzyjające otoczenie makroekonomiczne w segmencie oleju słonecznikowego potrwa do końca 2012/2013 roku. W związku z tym mimo licznych przejęć, jakie Kernel przeprowadził w ostatnich dwóch latach - w bieżącym roku obrotowym (2012/2013) Spółka po raz trzeci z rzędu nie odnotuje poprawy wyników finansowych.

Ceny zbóż w 2013 roku

Bieżące prognozy popytu i podaży zbóż przeprowadzane przez USDA zakładają, że w sezonie 2012/2013 deficyt na pszenicy wyniesie 28,7 mln ton, a wskaźnik zapasów do konsumpcji 25,6% (najniższe od sezonu 2002/2003). Wielkość deficytu w historii była tylko większa dwukrotnie tj. w sezonie 2002/2003 i 1987/1988. Wówczas, aby odbudować zapasy do wcześniejszych poziomów rynek potrzebował między 3-4 lata. Jeżeli w sezonie 2013/2014 nie będą miały miejsca nadzwyczaj dobre warunki atmosferyczne na północnej półkuli, to wówczas raczej trudno będzie szybko odbudować wielkość zboża do poziomów gwarantujących niski poziom cen. W przypadku kukurydzy w sezonie 20012/2013 deficyt produkcji wyniesie 17,5 mln ton i będzie najwyższy od 2010/2011 roku, a wielkość zapasów do konsumpcji sięgnie 13,8%. W przypadku kukurydzy na światowym rynku większe niż w bieżącym poziomie deficyty zboża miały miejsce w latach 2010/2011, 2003/2004, 2002/2003, 2001/2002, 1993/1994, 1988/1989, i 1983/1984. Dlatego więc poziom deficytu w bieżącym sezonie nie jest na tle danych historycznych szczególnie wysoki. Inaczej jeśli spojrzymy na wielkość zapasów do konsumpcji, które historycznie są na poziomie najniższym od lat 70-tych i tylko bardzo duża wieloletnia nadpodaż spowodowałaby ich wzrost do poziomów widywanych 40 lat wcześniej. Patrząc więc na tę analizę raczej trudno jest się spodziewać istotnej przeceny zbóż w roku kolejnym. Prawdopodobnie jedynie bardzo dobre warunki atmosferyczne mogłyby doprowadzić do istotnej przeceny na rynkach. Nie zakładamy więc, aby zboża średnio w kolejnym sezonie spadały o więcej niż 10% r/r.



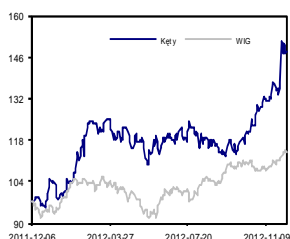
Kęty (Redukuj)

Cena bieżąca: 149,9 PLN Cena docelowa: 126,7 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 210,5	1 489,7	23,1%	1 572,8	5,6%	1 494,0	-5,0%	Liczba akcji (mln)	9,2
EBITDA	185,3	221,6	19,6%	231,1	4,3%	195,9	-15,2%	MC (cena bieżąca)	1 382,9
marża EBITDA	15,3%	14,9%		14,7%		13,1%		EV (cena bieżąca)	1 605,0
EBIT	118,0	151,1	28,1%	152,2	0,8%	110,9	-27,1%	Free float	59,4%
Zysk netto	89,7	114,2	27,4%	119,9	4,9%	81,6	-31,9%		
P/E	15,4	12,1		11,5		16,9		Zmiana ceny: 1m	12,1%
P/CE	8,8	7,5		7,0		8,3		Zmiana ceny: 6m	24,6%
P/BV	1,6	1,5		1,4		1,4		Zmiana ceny: 12m	50,5%
EV/EBITDA	8,9	7,2		6,9		8,3		Max (52 tyg.)	151,1
Dywid (%)	2,7	2,7		3,3		6,1		Min (52 tyg.)	95,5



O ile w 2012 roku segment systemów aluminiowych był głównym motorem wzrostu Grupy, to w 2013 roku niższa podaż projektów kubaturowych może zwiększyć konkurencję i negatywnie przełożyć się na marże. Niepewność odnośnie koniunktury w przyszłości powoduje, że część wcześniej zaplanowanych prac jest przesuwana w przyszłość, a budżety podejmowanych obiektów rewidowane w dół. O ile niższe koszty energii i gazu ziemnego będą się pozytywnie przyczyniać do osiągniętych wyników, to potencjalne wzrosty cen aluminium będą uderzały w rentowność sprzedaży systemów aluminiowych (około 30% kosztów wytworzenia). Dodatkowo umacniająca się dynamicznie złotówka do EUR będzie negatywnie wpływała na rentowność sprzedaży do Europy Zachodniej, gdyż marże realizowane na tych rynkach są kalkulowane w EUR. Obniżamy naszą rekomendację z Trzymaj do Redukuj, a cenę docelową podwyższamy z 119,7 PLN do 126,7 PLN.

Perspektywy segmentu systemów aluminiowych i wyrobów wyciskanych w 2013 roku

Według DTZ w latach 2012-2013 oddanych zostanie 270-280 tys. m² powierzchni biurowej oraz 750 tys. m² powierzchni handlowej, co oznacza, że nie należy oczekiwać spadku inwestycji w perspektywie bieżącego i następnego roku. Naszym zdaniem jednak istnieje duże prawdopodobieństwo, że część z wcześniej zadeklarowanych inwestycji zostanie odłożona w czasie, lub ich budżety zrewidowane w dół. Wówczas przy stabilnym lub lekko spadającym rynku pod naciskiem mogą się znajdować marże w segmencie wyrobów wyciskanych (rosnąca ilość pras na rynku przy braku wzrostu sprzedaży) i systemów aluminiowych (duży nacisk na budżety projektów wpływają na marże realizowane na końcowym etapie inwestycji). Spodziewamy się, że w 2013 roku wolumen produkcji będzie zbliżony do tegorocznego (-2% r/r; 52,5 tys. ton), natomiast spadek marży przełoży się na niższą wartość EBITDA (-15,2% r/r). Warto zauważyć, że w 1-3Q'12 segment systemów aluminiowych był głównym motorem wzrostu EBITDA Grupy Kęty (+38,5% r/r). Biorąc również pod uwagę słabą kondycję płynnościową polskiego sektora budowlanego dobre zachowanie segmentu sprzedającego głównie do branży budowlanej może być nie do powtórzenia w roku kolejnym.

Niższe koszty energii, gazu oraz wzrost cen aluminium

Na wielkość realizowanych marży w kolejnym roku pozytywny wpływ powinny mieć niższe o odpowiednio 3,3% r/r i 9,0% r/r ceny gazu ziemnego i energii. Negatywny w segmencie systemów aluminiowych wpływ będą niosły rosnące ceny aluminium, które odpowiadają w nim za około 30% kosztów wytworzenia. Rosnące ceny aluminium z kolei powinny wpływać na spadki premii producentów wlewek i gąsek. Te obecnie kształtują się na rekordowo wysokich poziomach 280 USD/t, a ich spadek wpływałby na wzrost marży przetwórców aluminium.

Stabilne wolumeny w opakowaniach giętkich

W segmencie opakowań giętkich spodziewamy się stabilnych wolumenów sprzedaży. Naszym zdaniem bardziej oszczędnościowe podejście dużych klientów do kosztów usług zewnętrznych może uniemożliwiać Spółce swobodne podwyższanie cen w segmencie. To z kolei powinno powodować, że marże generowane w segmencie będą zachowywać się stabilnie.

Mniej sprzyjający kurs walutowy

Umacniająca się złotówka do EUR będzie negatywnie wpływała w trakcie roku na wielkość marży generowanej na rynkach zagranicznych (marże przerobowe na rynki eksportowe kalkulowane są w EUR). O ile w roku ubiegłym słabość lokalnej waluty zachęcała dodatkowo zagranicznych producentów do wyboru tańszych przetwórców z Europy Środkowo-Wschodniej, to przy umocnieniu się lokalnej waluty ci mogą okazać się bardziej skorzy do powrotu do wcześniejszych dostawców. Niewykluczone również, że przy większym ruchu aprecyjnym na rynku lokalnym mogłyby się pojawiać konkurencyjne oferty dostawców z zagranicy poszukujących w Polsce rynku zbytu.



Kopex (Redukuj)

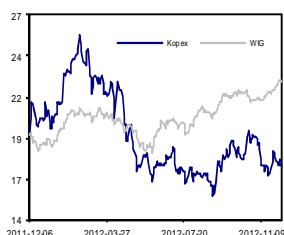
Cena bieżąca: 18,5 PLN

Cena docelowa: 16,2 PLN

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 365,2	2 126,3	-10,1%	2 031,3	-4,5%	1 809,9	-10,9%	Liczba akcji (mln)	74,3
EBITDA	184,6	274,7	48,8%	287,2	4,5%	251,3	-12,5%	MC (cena bieżąca)	1 375,2
marża EBITDA	7,8%	12,9%		14,1%		13,9%		EV (cena bieżąca)	1 973,4
EBIT	100,1	172,0	71,9%	176,1	2,4%	142,5	-19,1%	Free float	25,9%
Zysk netto	33,3	153,5	361,6%	95,7	-37,6%	88,8	-7,2%		
P/E	41,3	9,0		14,4		15,5		Zmiana ceny: 1m	-2,8%
P/CE	11,7	5,4		6,6		7,0		Zmiana ceny: 6m	-0,6%
P/BV	0,6	0,6		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-18,5%
EV/EBITDA	10,4	7,3		6,9		7,4		Max (52 tyg.)	25,8
Dywidenda (%)	0,0	0,0		0,0		3,2		Min (52 tyg.)	15,5



Spadek wydobycia węgla na Górnym Śląsku (-9,8% r/r w 1-3Q'12), rekordowo wysokie zwałowiska węgla energetycznego (7,0MT na koniec 3Q'12) oraz koszty wydobycia na poziomie cen węgla energetycznego powodują, że kopalnie zmuszone są do czasowego wstrzymania projektów inwestycyjnych. Spodziewamy się, że zapoczątkowany w okresie letnim spadek backlogu Kopex będzie dalej następował, a Spółka realnie w połowie przyszłego roku odczuje tego skutki na wynikach finansowych. Kopex w okresie spowolnienia wchodzi z 80% większym poziomem długu netto niż miało to miejsce na początku poprzedniego spowolnienia. Kopalnie na Górnym Śląsku na koniec 3Q'12 mają rekordowo wysokie saldo zobowiązań i należności (+16% vs. średnia z ostatnich czterech lat), co będzie wpływało na zwiększenie zatorów płatniczych i zmniejszenie płynności Grupy Kopex. Naszym zdaniem 2013 rok będzie dla Spółki bardzo ciężki dlatego każdy wzrost akcji Spółki wykorzystywalibyśmy do sprzedaży jej akcji. Podtrzymujemy rekomendację Redukuj dla Grupy Kopex, a cenę docelową obniżamy z 16,7 PLN do 16,2 PLN.

Koniunktura na węgiel kopalni na Górnym Śląsku

Po bardzo dobrym pod względem sprzedaży węgla roku 2011 (sprzedaż była o 0,6% wyższa niż wydobycie) w 1-3Q'12 na rynku lokalnym obserwowany jest wyraźny spadek wolumenów sprzedaży (w 1-3Q'12 -9,8% r/r i -10,8% vs. wydobycie). W rezultacie tego na przykopalnianych zwałowiskach rosną zapasy węgla, które w VI osiągnęły poziom 7,0MT – rekord od 2005 roku. Dodatkowo cały czas konkurencyjny cenowo dla produkcji na Górnym Śląsku pozostaje węgiel rosyjski, który przy umocnieniu się PLN do USD będzie wywierał presję na ceny krajowe. Wysoki, rosnący koszt wydobycia kopalni na Górnym Śląsku (299,8 PLN/t w 1-3Q'12) połączony z brakiem możliwości podniesienia cen w kolejnym roku (w 1-3Q'12 węgiel energetyczny 298,4 PLN/t) będzie zmniejszał wyniki spółek węglowych. Obecnie różnica zobowiązań i należności kopalni zlokalizowanych na Górnym Śląsku jest w IH'12 o 16% wyższa niż średnia z ostatnich czterech lat.

Effekt pogorszenia koniunktury

Spodziewamy się dalszego spadku backlogu w pierwszej połowie 2013 roku, a jeśli sytuacja w polskim sektorze wydobycia nadal będzie się kształtować słabo, to spadek będzie miał miejsce w całym roku. Pierwsze efekty niższego portfela zamówień na wynikach producentów maszyn i urządzeń dla górnictwa naszym zdaniem będą widoczne na przełomie 2Q'13 i 3Q'13. Wówczas należy się liczyć z istotnym spadkiem przychodów i rentowności, również ze względu na fakt, iż nowe kontrakty w okresie dekonunktury zdobywane są istotnie na niższych marżach (duża cykliczność branży). Nie wykluczamy, że przy znaczącym spadku backlogu na rynku dojdzie może do wojen cenowych, gdyż producenci będą chcieli wypełnić moce produkcyjne za wszelką cenę tylko po to, by pokryć koszty stałe. Wówczas analogicznie do cyklu 2009-2010 według nas kopalnie będą wykorzystywały tę okazję do zaproponowania dostawcom mniej korzystnych form płatności (leasing z odroczoną płatnością, wysokie limity wydobycia urządzeń, opóźnienia w płatnościach). Te z kolei będą się przekładały na gorszą sytuację płynnościową producentów maszyn i urządzeń dla górnictwa.

Backlog na początku 2012 roku

Backlog związany z działalnością „core business” na koniec X'12 wyniósł 1506,7 mln PLN i był o 14% niższy niż w rekordowym IV'12 oraz o 9,8% niższy niż na początku roku. Mniejsza ilość zamówień na rynku krajowym i zagranicznym spowodowana słabą koniunkturą na rynku węgla powoduje, że na koniec X'12 portfel zamówień segmentu związanego z produkcją maszyn i urządzeń dla górnictwa spadł o 12% vs. IV'12 i 8% vs. I'12. Największy spadek miał miejsce w segmencie wysoko marżowych maszyn elektrycznych i elektronicznych (-33% vs. IV'12 i -36% vs. I'12).



Rovese (Trzymaj)

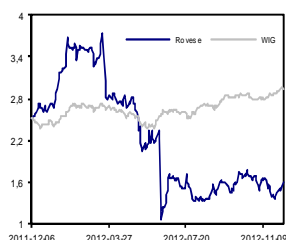
Cena bieżąca: 1,48 PLN

Cena docelowa: 1,5 PLN

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 531,5	1 638,2	7,0%	1 739,2	6,2%	2 310,4	32,8%	Liczba akcji (mln)	811,4
EBITDA	253,5	250,7	-1,1%	193,4	-22,8%	302,0	56,1%	MC (cena bieżąca)	1 200,9
marża EBITDA	16,6%	15,3%		11,1%		13,1%		EV (cena bieżąca)	1 406,6
EBIT	142,0	135,8	-4,4%	75,7	-44,2%	158,5	109,4%	Free float	
Zysk netto	103,0	87,8	-14,8%	-1,3		96,9			
P/E	3,1	4,6				12,4		Zmiana ceny: 1m	-3,6%
P/CE	1,5	2,0		10,3		5,0		Zmiana ceny: 6m	48,6%
P/BV	0,2	0,3		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-37,9%
EV/EBITDA	4,6	5,0		7,3		6,1		Max (52 tyg.)	3,8
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	1,1



W 2013 roku spodziewamy się dalszego spadku krajowego rynku płytek ceramicznych i ceramiki sanitarnej, co z jednej strony wynika z mniejszej ilości nowych inwestycji, z drugiej zaś mniejszych wydatków gospodarstw domowych na remonty powierzchni mieszkalnych. Rok 2013 będzie również pierwszym, w którym zweryfikowane zostaną prognozy Zarządu odnośnie rentowności i sprzedaży aktywów produkcyjnych nabywanych od głównego akcjonariusza. Brak spełnienia wcześniej przedstawionych założeń może naszym zdaniem wpłynąć na istotną przecenę akcji Rovese. Pamiętajmy, że na wynikach kolejnego roku nadal ciążyć będzie sprzedaż zalegających zapasów, które zbywane będą po cenie bliskiej kosztowi wytworzenia. Według naszych prognoz Rovese jest obecnie notowane 13,3 P/E'13 i 6,4 EV/EBITDA'13. Podtrzymujemy rekomendację Trzymaj, a cenę docelową podwyższamy z 1,4 PLN do 1,5 PLN.

Słaby rynek krajowy i spadające udziały w rynku

Rovese od 4Q'11 traci udziały w kanale tradycyjnym na rynku krajowym (na rzecz Ceramiki Tubądzin, Ceramiki Paradyż i Ceramiki Końskie). Związane jest to z zaniedbaniami w kształtowaniu polityki handlowej w ostatnich latach (brak wycofywania starych serii ze sklepów, brak nowych serii na ekspozycjach, zbyt szeroka oferta produktowa). Niższa sprzedaż powoduje, że konieczne jest wyłączenie zakładów o niskim obłożeniu, a w efekcie brak pokrycia kosztów stałych i spadek marży operacyjnej. 2013 rok będzie pierwszym w którym realnie inwestorzy będą mogli ocenić prace Zarządu nad polepszeniem efektywności sprzedaży polskich aktywów. Porażka oznaczać będzie brak odbicia w prezentowanych dotychczas słabych wynikach na rynku krajowym oraz powód do przeceny akcji producenta płytek ceramicznych. Oceniamy, że w kolejnym roku będziemy mieli do czynienia z dalszym spadkiem wielkości polskiego rynku, głównie ze względu na mniejszą ilość inwestycji kubaturowych jak i mniejsze wydatki gospodarstw domowych na remonty powierzchni mieszkalnych.

Rewizja prognoz aktywów odkupywanych od głównego akcjonariusza

2013 rok będzie pierwszym, w którym rynek będzie się mógł przekonać, czy przedstawione przez Zarząd Rovese prognozy odnośnie rentowności i sprzedaży aktywów odkupowanych od głównego akcjonariusza na rynku rosyjskim są możliwe do zrealizowane. Wyraźnie słabsze od prognoz wyniki mogą naszym zdaniem zostać bardzo negatywnie przyjęte przez rynek.

Umocnienie PLN do EUR zwiększa konkurencję materiałów z importu

Umocnienie PLN względem EUR powoduje, że importowane towary od europejskich potentatów w zakresie produkcji płytek i ceramiki sanitarnej (Hiszpania i Włochy) stają się tańsze w lokalnej walucie i zmniejsza to szanse rodzimych wytwórców. Dodatkowo wysoka wartość złotówki do EUR zmniejsza szanse na zwiększenie sprzedaży płytek w Europie Zachodniej. Po stronie kosztowej umocnienie PLN do EUR powoduje spadek kosztów wytworzenia poprzez obniżkę importowanych barwników i pigmentów.

Wzrost kosztów produkcji, mniejsza presja płacowa

Spodziewany spadek taryfy gazowej dla przedsiębiorstw w 2013 roku o 3,3% r/r będzie pozytywnie wpływał na rentowność generowaną przez rodzimych producentów płytek i ceramiki sanitarnej. Udział gazu ziemnego w koszcie wytworzenia płytek sięga 20%, dlatego całkowity wpływ obniżki taryfy szacować można na 4-7 mln PLN. Na koszty produkcji pozytywnie wpływać powinny również niższe koszty energii elektrycznej (-9,9% r/r). Naszym zdaniem spodziewana gorsza koniunktura gospodarcza ogranicza presję.

Sprzedaż zalegających zapasów celem zwiększenia płynności

Naszym zdaniem w 2013 roku Rovese będzie kontynuowało sprzedaż zalegających zapasów na rynki ościenne. Uważamy, że część z zalegających na składach towarów sprzedawana będzie prawdopodobnie po cenach bliskich kosztowi wytworzenia, co powodować będzie spadek marży brutto ze sprzedaży.

Budownictwo

- **Upadłości firm i zmniejszenie apetytu na ryzyko powodują, że konkurencja w przetargach spada. Nie oczekujemy wzrostu konkurencji w 2013 roku.**
- **Wybrane koszty budowy zaczęły spadać. Spadki nie są duże i nie są powszechne, tzn. nie dotyczą wszystkich materiałów. Jest za wcześnie, aby prognozować znaczną poprawę marż. Kluczowe będą decyzje banków centralnych, wpływających na ceny surowców za pomocą polityki monetarnej.**
- **Wyniki 2013 roku w sektorze będą lepsze. Bilanse większości spółek zostaną oczyszczone ze złych kontraktów w 2012 roku.**
- **Portfele zamówień większości spółek będą małe aż do momentu, kiedy przyznane zostaną kontrakty finansowane ze środków UE na lata 2014-2020. Większość spółek ma wystarczającą ilość zamówień na rok 2013.**
- **Nadal nie ma pewności, czy finansowane z UE kontrakty pojawią się pod koniec 2013 roku, czy dopiero w roku 2014. Opóźnione rozpisanie kontraktów może mieć negatywne skutki dla wyników H1 2014 spółek infrastrukturalnych.**
- **Sytuacja rynkowa nadal będzie premiować podmioty o dużej płynności bilansowej (łatwiejszy dostęp do gwarancji).**
- **Duże spółki (Mostostal Warszawa, Polimex Mostostal, Pol-Aqua,...) przestaną generować straty dopiero w Q3/Q4 2013.**
- **Wybrane firmy mogą starać się o nowy kapitał (Mostostal Warszawa, Pol-Aqua)**
- **Zalecamy neutralne podejście do sektora. Na tle postrzeganej neutralnie branży, rekomendujemy przeważanie mniejszych spółek i niedoważanie dużych.**

Kluczowe rekomendacje: Budimex (trzymaj), Erbud (kupuj), Ulma (kupuj), Unibep (kupuj), ZUE (akumuluj)

pozytywnie postrzegamy: Erbud i Unibep (możliwy wzrost marż, nie uwzględniany przez nas w pełni w prognozach; oczekiwane dobre wyniki działalności deweloperskiej); Ulmę (niska wycena w relacji do wartości majątku, duże ilości generowanej gotówki), Elektrotim i Qumak Sekom (duży portfel zamówień, silny bilans, niska wycena); Mostostal Zabrze, Projprzem i Prochem (bezpieczny bilans, duże aktywa pozaooperacyjne – nieruchomości, szansa na poprawę wyników r/r w Prochemie, niewielka liczba zamówień w dwóch pozostałych spółkach – poprawa wyników w 2014 roku); Instal Kraków (niska wycena, gotówka netto, dobre wyniki i dobry track record zarządu); Tesgas (niska wycena, gotówka netto, ryzyko deficytu zamówień występuje, ale nie jest bardzo duże); Atrem (spółka w restrukturyzacji, oczekiwane wyczyszczenie bilansu w 2012 roku, brak długu netto, atrakcyjne nisze – sieci energetyczne i gaz); Chemoservis (dość niska wycena, stabilna działalność remontowa); Bipromet (bezpieczny bilans, zapowiadane inwestycje KGHM, które Bipromet może projektować); Remak (perspektywy inwestycji energetyki, bilans spółki wyczyszczony po Q3 2012, niemniej, spółka niestety zadłużona); ZUE (pogorszenie wyników w 2012 roku zdyskontowane, szansa na oddłużenie spółki w 2013 roku).

Neutralnie postrzegamy: Budimex (osiągnięta cena docelowa, niepewności co do momentu wejścia funduszy UE na lata 2014-20, nadal silny bilans); Elektrobudowę (bezpieczny bilans, ale spółka relatywnie droga na tle sektora); Mostostal Warszawa i Pol-Aqua (duże zadłużenie, możliwa konwersja na kapitał, poprawa wyników dopiero w Q3 2013), PBG i Energomontaż Południe (szanse na układ, ale jego warunki niepewne, ryzyko upadłości likwidacyjnej); Rafako (konieczność rozwiązania dwóch sporów: o zarządzanie i kontrolę nad spółką oraz sporu z Alstomem – najbardziej pozytywny scenariusz: ponad 4 PLN gotówki na akcję); Herkulesa (możliwe straty w 2013 roku, spółka mniej atrakcyjna niż Ulma); Mirbud (zbyt duże zadłużenie); Mostostal Płock (niewielki portfel zamówień na rok 2013 przy sporych kosztach stałych); Introl (spółka uczciwie wyceniona); Interbud Lublin (bardzo dobre wyniki w Q4 2012 i Q1 2013, ale niepewność co do kredytowania nowych projektów deweloperskich); PBO Anioła (możliwy dobry wynik Q4 2012, ale zbyt duże zadłużenie); Awbud (niska wycena, ale możliwe problemy w segmencie produkcji kostki brukowej).

Negatywnie postrzegamy: Energoinstal i Energopol Południe (zbyt wysoka wycena; niemniej, spółki bardzo stabilne pod względem bilansowym); Polimex Mostostal (wycena dyskontująca ponad 100 mln PLN zysku netto, tymczasem brak zysków w 2013 roku; spółka droższa niż porównywalne na poziomie EV); Trakcja Tiltra (konwersja długu na kapitał za pomocą obligacji zamiennych na akcje, możliwe dyskonto do cen rynkowych, niepewność co do jakości zbudowanego przed QE 2 portfela zamówień kolejnictwa); ABM Solid i Hydrobudowę Polską (możliwe zakończenie działalności i zdjęcie z GPW w 2013 roku).



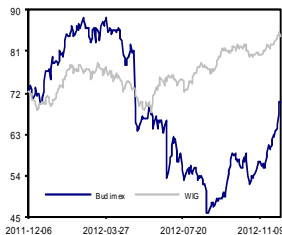
Budimex (Trzymaj)

Cena bieżąca: 69,7 PLN Cena docelowa: 66,8 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	4 430,3	5 516,7	24,5%	5 939,3	7,7%	4 345,3	-26,8%	Liczba akcji (mln)	25,5
EBITDA	352,6	349,8	-0,8%	178,7	-48,9%	204,7	14,5%	MC (cena bieżąca)	1 779,4
marża EBITDA	8,0%	6,3%		3,0%		4,7%		EV (cena bieżąca)	976,4
EBIT	331,4	319,4	-3,6%	140,9	-55,9%	166,0	17,8%	Free float	30,9%
Zysk netto	267,4	260,9	-2,4%	104,7	-59,9%	139,2	33,0%		
P/E	6,7	6,8		17,0		12,8		Zmiana ceny: 1m	22,6%
P/CE	6,2	6,1		12,5		10,0		Zmiana ceny: 6m	5,8%
P/BV	2,6	2,5		5,0		3,6		Zmiana ceny: 12m	-3,7%
EV/EBITDA		0,4		5,5		6,3		Max (52 tyg.)	88,4
Dywid (%)	9,8	13,0		15,7		0,0		Min (52 tyg.)	45,9



Rok 2012 kończy się bardzo dobrze, szczególnie po skorygowaniu wyników o efekt strat związanych z PNI. Bilans na koniec Q3 2012 również wygląda atrakcyjnie (gotówka netto: 810,9 mln PLN). Jest to o -950,7 mln PLN mniej w porównaniu do Q4 2011, ale bilans Q4 2011 był zawyżony zaliczkami wypłaconymi przez inwestorów. Sezonowo, na koniec Q4 2012 bilans może się poprawić, co zostało zdyskontowane we wzroście kursu. Pozostajemy relatywnie spokojni o wyniki 2013 roku, gdyż uważamy, że spółka nadal dysponuje sporymi rezerwami z lat ubiegłych w postaci ostrożnej wyceny kontraktów. Czynnikiem ryzyka pozostaje za to rok 2014, na który w tej chwili Budimex zabezpieczył 1 mld PLN zamówień w sektorze budownictwa. W przypadku, gdyby uchwalenie funduszy UE na lata 2014-2020 się opóźniło i kontrakty finansowe z nowej perspektywy budżetowej UE weszły do realizacji dopiero w 2015 roku, Budimex może mieć problem z wynikami w roku 2014. Zwracamy również uwagę, że pomimo silnego bilansu spółki, portfel zamówień prawdopodobnie cały czas, aż do uchwalenia funduszy UE, będzie się kurczył. Na koniec Q2 2013, po pominięciu PNI, portfel może być mniejszy, niż 4,5 mld PLN. Po wzroście kursu i rewizji prognoz, obniżamy zalecenie inwestycyjne dla Budimexu z akumuluj do trzymaj, podwyższając jednocześnie TP z 65,1 PLN do 66,8 PLN.

Portfel zamówień Budimexu

Na koniec Q3 2012 wartość portfela zamówień Grupy Budimex wyniosła 6,36 mld PLN (Q4 2011: 8,6 mld PLN, Q4 2010: 6,9 mld PLN). Z 6,36 mld PLN, 1,88 mld PLN to portfel segmentu kolejnictwa, z czego na PNI w upadłości układowej przypada około 1,4 mld PLN. Szacujemy, że na rok 2013 w segmencie budownictwa Budimex zabezpieczył zamówienia na kwotę 3,0 mld PLN (kalkulacja nie uwzględnia PNI). Do przychodów budownictwa dojdą przychody z produkcji domów prefabrykowanych (337 mln PLN w 2013 roku; portfel: 864 domy na Q3 2012; na Q4 2011: 743 domy), przychody deweloperskie (prognoza: 238 mln PLN w 2013 roku) oraz przychody PNI (zakładamy 200 mln PLN).

Pierwsze oznaki spadku konkurencji w drogownictwie

Mimo znacznego spadku ilości kontraktów na rynku, konkurencja nie wzrosła, a nawet lekko spadła. W ostatnich przetargach startowało 6-10 konsorcjów (poprzednio: 7-12). Spadek konkurencji to efekt restrukturyzacji firm, wygaszania działalności drogowej, upadłości.

Negatywny wpływ PNI już za nami

Szacujemy, że na koniec 2012 roku wartość rozpoznanych w wynikach i bilansie strat związanych z PNI wyniesie 335 mln PLN. Tymczasem, wartość zaangażowanych w PNI środków to 330 mln PLN. Likwidacja PNI pozwoliłaby rozpoznać jednorazowy księgowy zysk w kwocie 5 mln PLN. W procesie likwidacji Budimex mógłby odzyskać dodatkowe 20-40 mln PLN. Prognozy i wycena zakładają likwidację PNI.

Konserwatywna polityka księgową

Konserwatywna polityka księgową, przyjęta w 2009 roku, jest głównym źródłem tak dobrych wyników spółki w 2012 roku. Uważamy, że spółka w budżetach kontraktów uwzględniła wysokie koszty realizacji prac, przez co faktyczny wzrost kosztów jej nie zaskoczył. Sądzymy, że Budimex w budżetach kontraktów ma nadal ukryte kilkaset mln PLN marży i o tą kwotę należałoby skorygować kapitały własne spółki (nominalnie tylko 380,1 mln PLN na koniec Q3 2012). Czy Budimex zaprezentuje wyjątkowe marże w 2013 roku? Raczej nie. W kontekście ryzyka związanego z rokiem 2014 (mały backlog, ryzyko nie pokrycia części kosztów stałych), spółka może chcieć utrzymać dużą część „ukrytej marży” w bilansie.



Elektrobudowa (Trzymaj)

Cena bieżąca: 111,2 PLN Cena docelowa: 121,2 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)
Przychody	786,7	945,2	20,1%	1 008,2	6,7%	1 124,0	11,5%	Liczba akcji (mln) 4,7
EBITDA	64,0	61,6	-3,7%	52,9	-14,1%	59,5	12,5%	MC (cena bieżąca) 527,9
marża EBITDA	8,1%	6,5%		5,2%		5,3%		EV (cena bieżąca) 509,5
EBIT	53,1	49,3	-7,1%	41,3	-16,2%	47,3	14,5%	Free float 43,5%
Zysk netto	45,1	38,1	-15,5%	37,1	-2,8%	39,8	7,4%	
P/E	11,7	13,8		14,2		13,3		Zmiana ceny: 1m
P/CE	9,4	10,5		10,9		10,1		Zmiana ceny: 6m
P/BV	1,6	1,6		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	7,1	8,0		9,6		8,6		Max (52 tyg.)
Dywidenda (%)	3,1	5,4		3,6		2,3		Min (52 tyg.)



Elektrobudowa w dwóch dużych przetargach PSE złożyła najniższe oferty cenowe: w przetargu na rozbudowę i modernizację stacji 220/110 kV Skawina (224,3 mln PLN) oraz w przetargu na rozbudowę i modernizację stacji Byczyna (215,0 mln PLN). Polskie Sieci Energetyczne planują skokowy wzrost CAPEX (z 821 mln PLN w 2012 roku i 997 mln PLN w 2013 roku, do 2274 mln PLN w roku 2014). Szacujemy, że udział Elektrobudowy w wydatkach PSE sięgnie 15% (wcześniejsze szacunki: 8%). Oczekujemy, że same inwestycje PSE powiększą przychody 2014 roku o 150 mln PLN r/r. Ogólnie, w całym 2014 roku oczekujemy wzrostu przychodów o prawie 20% r/r. W 2013 roku nie należy jeszcze liczyć na poprawę wyników. Zarząd deklaruje, że nie wierzy w poprawę marż w horyzoncie 3-4 lat. Wskaźniki wyceny P/E i EV/EBITDA na rok 2013 pozostaną wysokie. Ewentualnych zaskoczeń w 2013 roku można oczekiwać po stronie portfela zamówień. Realne wydaje się powiększenie portfela zamówień, głównie w drugiej połowie 2013 roku, gdy udzielane będą zamówienia podwykonawcze, związane z budową nowych bloków energetycznych w Polsce. Podwyższamy cenę docelową z 113,1 PLN do 121,2 PLN. Z uwagi na wysoką wycenę na tle grupy porównawczej, podtrzymujemy rekomendację neutralną.

Portfel zamówień Grupy

Zarząd Elektrobudowy oczekuje, że portfel zamówień Grupy na koniec 2012 roku wyniesie 0,9-1 mld PLN (Q4 2011: niecałe 0,9 mld PLN). Z tego 60-70% przypada do realizacji w 2013 roku. Elektrobudowa prowadzi działalność generalnego wykonawstwa, podwykonawstwa i produkcji. Portfel zamówień podwykonawstwa jest relatywnie krótki (kontrakty 6-12 miesięczne), zaś kontrakty budowlane są udzielane przeważnie z 1-2 miesięcznym wyprzedzeniem.

Mniejsza konkurencja w przetargach PSE

W przetargach PSE konkurencja jest mniejsza, niż w pozostałych segmentach budownictwa. O kontrakty stara się przeważnie 5-6 konsorcjów, w tym 2-3 konsorcja składające się z firm wchodzących na rynek. Spółki te, ZUE i Energopol Południe, wspierają się doświadczeniem partnerów zagranicznych i zatrudniają byłych pracowników rynkowych liderów.

Nietypowe czynniki ryzyka w kontraktach PSE

W przetargach PSE wykonawca ponosi ryzyka związane z wykupami gruntów i procedurami formalnymi (średnio 30% kosztu inwestycji). Udział kosztów materiałów sięga 50%, zaś udział kosztów robocizny 15%. Z przykładów rynkowych wiemy, że szacunki kosztu wykupu gruntów w poszczególnych ofertach mogą się różnić nawet o 50%. Firmy szacunki opierają na wyliczeniach rzeczoznawców majątkowych.

Jaki będzie udział Elektrobudowy w budowie nowych bloków?

Szansą dla spółki są prace podwykonawcze w ramach budowy nowych bloków energetycznych. Kondycja części krajowych generalnych wykonawców jest jednak słaba, co rodzi dla podwykonawców ryzyka. Konieczne będzie zapewnienie najważniejszym podwykonawcom zaliczek i gwarancji lub pozyskanie usług mniejszych, mniej doświadczonych firm.

Elektrobudowa stara się o kontrakty na budowę elektrociepłowni

Elektrobudowa, w konsorcjum z Energoinstalem i Mostostalem Zabrze, stara się o pozyskanie kontraktów na budowę EC Gorzów, EC Katowice, EC Zofiówka. Wartość każdego z kontraktów to 400-600 mln PLN. W przetargach prawdopodobnie złożone będzie maksymalnie 5-6 konkurencyjnych ofert.



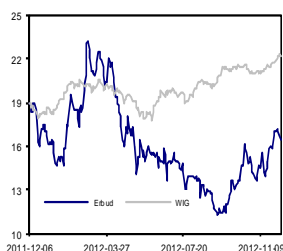
Erbud (Kupuj)

Cena bieżąca: 15,85 PLN Cena docelowa: 19,2 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 108,1	1 527,8	37,9%	1 213,7	-20,6%	1 126,2	-7,2%	Liczba akcji (mln)	12,6
EBITDA	33,0	-4,5		35,5		36,8	3,6%	MC (cena bieżąca)	199,3
marża EBITDA	3,0%	-0,3%		2,9%		3,3%		EV (cena bieżąca)	216,7
EBIT	24,9	-12,3		27,7		28,9	4,2%	Free float	19,3%
Zysk netto	15,2	-20,4		16,9		19,4	14,8%		
P/E	13,1			11,8		10,3		Zmiana ceny: 1m	12,5%
P/CE	8,6			8,1		7,3		Zmiana ceny: 6m	7,4%
P/BV	0,8	0,9		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	-10,2%
EV/EBITDA	2,6			6,1		5,4		Max (52 tyg.)	23,2
Dywid (%)	3,1	0,1		0,0		1,7		Min (52 tyg.)	11,3



Erbud wchodzi w spowolnienie gospodarcze w Polsce z dużym portfelem zamówień (1,3 mld PLN, Q4 2011: 1,0 mld PLN, Q1 2009: 0,75 mld PLN). Ryzyko dużego spadku przychodów lub niepokrytych kosztów stałych w 2013 roku naszym zdaniem nie występuje. Firma zakończyła realizację nierentownych zleceń z 2009 i 2010 roku i wchodzi w 2013 roku z nadzieją na utrzymanie lub poprawę wyników. Uważamy, że poprawa jest możliwa, pod warunkiem większego spadku kosztów budowy, w tym kosztów wynagrodzeń. Erbud realizuje kontrakty o średniej długości (1-1,5 roku), w efekcie, firma powinna wcześniej odczuć możliwe efekty poprawy po stronie kosztowej w sektorze, niż największe spółki z sektora. Spółka ma też bezpieczny bilans, źródłem zadłużenia jest wyłącznie działalność deweloperska, prowadzona na niszowym rynku Bydgoszczy i Torunia. Pozytywnie na wyniki może wpływać realizacja inwestycji komercyjnej w Poznaniu, której nie uwzględniamy w prognozach (+0,7 PLN/akcję, brak pozwolenia na budowę, protesty sąsiadów). Podtrzymujemy rekomendację kupuj, z podwyższoną z 17,5 do 19,2 PLN ceną docelową.

Portfel zamówień Erbudu

Na koniec Q3 2012 portfel zamówień Grupy Erbud wynosił 1,3 mld PLN (Q2 2012: 1,5 mld PLN, ale Q4 2011: 1,0 mld PLN). Na koniec Q3 2012 wielkość portfela zamówień przypadającego na rok 2013 sięgała 0,8 mld PLN. Uwzględniając podpisane w X i XI 2012 kontrakty, wartość portfela na rok 2013 wzrosła do 0,91 mld PLN. Portfel zamówień generalnego wykonawstwa jest wypełniony. Wypełnienia wymaga portfel zamówień działalności eksportowej i drogowej (w obu przypadkach realizowane krótkie zlecenia podwykonawcze).

Zapowiedź nowych kontraktów za 200-500 mln PLN

Po wynikach Q3 2012 zarząd zapowiadał możliwość pozyskania w najbliższym czasie kontraktów za 200-500 mln PLN. Pozyskiwanie zleceń jeszcze w Q4 2012 mogłoby pozwolić na wzrost portfela zamówień na koniec Q4 2012 q/q. Na razie, od czasu wyników Q3 2012, Erbud podpisał kontrakty za 125 mln PLN.

Instytucje finansowe nie obawiają się Erbudu

Saldo linii kredytowych i ubezpieczeniowych ponownie wzrosło w Q3 2012, z 450 mln PLN do 511 mln PLN. Związane jest to z produktami udostępnionymi przez Alior, a także przez wybranych ubezpieczycieli. Zabezpieczeniem produktów w Aliorze są cesje i poręczenia, a nie hipoteki. Podpisanie umowy pozytywnie świadczy o skłonności wybranych podmiotów sektora finansowego do kredytowania spółek budowlanych o stabilnej sytuacji finansowej.

Oczekiwane zmiany zadłużenia netto

Na koniec Q3 2012 zadłużenie netto Erbudu spadło do 38,9 mln PLN. Koniec roku tradycyjnie powinien przynieść przejściową poprawę bilansu, a Q1 2013 - pogorszenie. W horyzoncie całego 2013 roku liczymy na niższy dług r/r, z uwagi na zakończenie kontraktów o długich terminach płatności. Tendencję tą może zaburzyć możliwa realizacja inwestycji komercyjnej w Poznaniu (CAPEX na prace budowlane przypadający na Erbud: około 35 mln PLN).

Przejęcie spółki remontowej

Erbud przejął 80,2% udziałów w spółce Engorem w Łodzi, prowadzącej działalność remontową i modernizacyjną w sektorze energetycznym (głównie elektrociepłownia w Łodzi). Wartość nabycia udziałów w spółce to 8 mln PLN. Po 3Q 2012 spółka wygenerowała 35 mln PLN przychodów i około 1 mln PLN EBIT. Spółka nie jest zadłużona. Przejęcie ma wzmocnić kompetencje Erbudu w sektorze energetycznym i docelowo pozwolić, aby udział segmentu w przychodach grupy sięgał około 25%. Wycena spółki w przejęciu (P/S = 0,25) jest znacznie niższa, niż wycena rynkowa mocy produkcyjnych Polimexu (EV/S ~ 0,45).



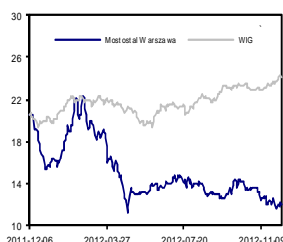
Mostostal Warszawa (Trzymaj)

Cena bieżąca: 11,65 PLN Cena docelowa: 12,3 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 570,4	3 396,3	32,1%	3 352,4	-1,3%	2 207,9	-34,1%	Liczba akcji (mln)	20,0
EBITDA	119,7	-104,7		-14,9	-85,7%	57,3		MC (cena bieżąca)	233,0
marża EBITDA	4,7%	-3,1%		-0,4%		2,6%		EV (cena bieżąca)	517,2
EBIT	84,3	-144,8		-50,9	-64,9%	21,2		Free float	27,7%
Zysk netto	62,5	-124,5		-56,1	-54,9%	3,2			
P/E	3,7					73,3		Zmiana ceny: 1m	-4,0%
P/CE	2,4					5,9		Zmiana ceny: 6m	-11,1%
P/BV	0,5	0,6		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	-41,5%
EV/EBITDA						7,2		Max (52 tyg.)	22,2
Dyield (%)	15,3	5,3		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	11,3



Poprawa wyników i przepływów operacyjnych przyjdzie rok później, niż oczekiwaliśmy na początku 2012 roku. Pierwszych zysków można oczekiwać dopiero w Q3 2013. Atrakcyjne z punktu widzenia inwestycyjnego zyski pojawią się dopiero w 2014 roku i będą związane z zakończeniem nierentownych kontraktów. Niestety, zadłużenie spółki cały czas utrzymuje się na wysokim poziomie (Q3 2012: 284,7 mln PLN, z czego 54 mln EUR to pożyczki od spółki-matki). Zadłużenie przejściowo spadnie w Q4 2012, aby wzrosnąć w Q1 2013 i następnie zmniejszać się wraz ze spadkiem przychodów. Strukturalnie tak duży poziom zadłużenia w postaci pożyczek od Acciony nie jest do utrzymania. Sądzymy, że docelowym rozwiązaniem będzie, podobnie jak w przypadku Polimexu, czy Trakcji, możliwa konwersja długu na kapitał lub emisja akcji. Konwersja długu mogłaby być odbierana pozytywnie (brak dyskonta do cen rynkowych), emisja akcji zaś prawdopodobnie odbyłaby się z prawem poboru. Dokapitalizowanie spółki nie będzie wpływać na EV spółki, które na tle konkurencyjnych spółek nie jest wysokie. W wycenie nadal uwzględniamy kilka parametrów, odzwierciedlających uzależnienie spółki od Acciony (m.in. wysoki współczynnik beta). Podtrzymujemy rekomendację neutralną z obniżoną z 14,4 PLN do 12,3 PLN ceną docelową.

Portfel zamówień Grupy Mostostal Warszawa

Portfel zamówień Grupy Mostostal Warszawa szacujemy na 5,3-5,4 mld PLN (-11% vs. portfel na koniec 2011 roku, pomijając kontrakt na budowę bloków energetycznych w Opolu o wartości 2,3 mld PLN). Portfel zamówień ma bardziej długoterminowy charakter, niż w poprzednich kwartałach. Zamówienia przypadające do realizacji w 2013 roku szacujemy na 1,64 mld PLN. Rok temu portfel przypadający na rok 2012 miał wartość około 2,2 mld PLN.

Kontrakt w Opolu a portfel zamówień i poprawa cash flow

Znacznie większy, niż w poprzednich latach, jest portfel na rok 2014 (dwa lata w przód). Już teraz Grupie Mostostal Warszawa udało się zabezpieczyć blisko 1,0 mld PLN zamówień na rok 2014. W tym aż 60% to kontrakt na budowę dwóch bloków energetycznych w Opolu (lata realizacji: 2014-17). Poprawa wyników i cash flow (zaliczkowanie) w 2014 roku w dużej mierze warunkowane jest sprawną realizacją kontraktu. Z uwagi na problemy prawne, trudną sytuację Polimeksu i niepewną sytuację Rafako, PGE nie dało jeszcze polecenia do rozpoczęcia prac.

Struktura portfela na rok 2014 przemawia za poprawą wyników

W roku 2014 Grupa Mostostal Warszawa nie będzie już realizowała kontraktów pozyskanych w latach 2009-11, negatywnie doświadczonych wzrostem kosztów budowy. Duży udział w przychodach będzie posiadać potencjalnie wysokomarżowy kontrakt na budowę 2 bloków energetycznych w Opolu. Poprawa wyników w 2014 roku w dużej mierze uzależniona jest od polityki monetarnej i cen surowców - wzrost cen surowców.

Szanse na pozyskanie kontraktu w Jaworznie?

W przetargu na budowę bloku 830-840 MW w Jaworznie (Tauron), najtańszą ofertę na 3,99 mld PLN złożyli Chińczycy. Oferta chińska zakłada również atrakcyjne parametry techniczne. Druga w kolejności (4,4 mld PLN) była oferta Rafako i Mostostalu Warszawa. Teoretycznie, Tauron może obawiać się podpisać umowy z chińskim konsorcjum. Niestety, w tej chwili podpisanie umowy z „polskim” konsorcjum wcale nie jest mniej ryzykowne.

Sytuacja Remaku i Mostostalu Płock

Remak straty w Eemshaven i Westfalen odpisał już w Q3 2012. Wyniki Q4 2012 powinien być dodatni, podobnie jak wynik 2013 roku (portfel zleceń już teraz pozwala na przekroczenie prognozy rentowności). Z wynikiem może mieć problem za to Mostostal Płock (tylko 45 mln PLN zamówień na rok 2013).



Rafako (Trzymaj)

Cena bieżąca: 8,72 PLN

Cena docelowa: 9,2 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 188,1	1 118,5	-5,9%	1 314,8	17,6%	1 229,3	-6,5%	Liczba akcji (mln)	69,6
EBITDA	72,1	77,0	6,8%	70,0	-9,1%	86,3	23,3%	MC (cena bieżąca)	606,9
marża EBITDA	6,1%	6,9%		5,3%		7,0%		EV (cena bieżąca)	735,1
EBIT	60,2	64,3	6,9%	52,4	-18,6%	73,5	40,5%	Free float	26,8%
Zysk netto	43,6	58,4	34,0%	47,1	-19,4%	50,4	7,0%		
P/E	13,9	10,4		12,9		12,0		Zmiana ceny: 1m	4,6%
P/CE	10,9	8,5		9,4		9,6		Zmiana ceny: 6m	26,7%
P/BV	1,6	1,5		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	-3,4%
EV/EBITDA	5,8	7,5		10,5		7,8		Max (52 tyg.)	11,3
Dywid (%)	3,4	6,5		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	5,9



Nie udało się ustanowić niezależnego zarządu w Rafako, Rada Nadzorcza została jednak poszerzona o 3 osoby reprezentujące wierzycieli PBG, sąd, BZ WBK. Do postępowania upadłościowego PBG dołączył też KNF. Mimo to, Rafako nadal jest spółką podwyższonego ryzyka, w której kilka kluczowych zdarzeń może bardzo mocno determinować strukturę bilansu i wycenę. Spór z Alstomem, który rozgrywa się w ramach postępowania arbitrażowego w Szwajcarii, uszczuplił bilans Rafako o 310 mln PLN gotówki (125 mln PLN z tytułu gwarancji bankowej, 185 mln PLN nie wypłaconych należności). W pozytywnym scenariuszu przynajmniej część gotówki wróci do Rafako. W negatywnym scenariuszu możliwe są odpisy w rachunku wyników - na spór utworzono jedynie około 80 mln PLN rezerw. W ramach budowy bloków energetycznych w Opolu, Rafako na razie udzieliło PGE zabezpieczenia w postaci kaucji. Pozyskanie gwarancji bankowej pozwoliłoby uwolnić zamrożoną gotówkę z zaliczki w kwocie około 110 mln PLN. W bilansie Rafako znajdują się inne pozycje, które potencjalnie mogłyby być zamienione na gotówkę: należność od PBG za Energomontaż (95 mln PLN, możliwy odpis), pożyczka zabezpieczona udzielona Hydrobudowie (32 mln PLN, możliwy odpis). Podsumowując, naszym zdaniem w wycenie spółki należy założyć pewne prawdopodobieństwo wpływu gotówki z powyższych kwestii. Wpływu tego nie zakładamy bezpośrednio w prognozach. Odzyskanie 50% wartości sporu z Alstomem (155 mln PLN) obniżyłoby wskaźnik EV/EBITDA 2013 do poziomu 6,1. Na razie podtrzymujemy rekomendację neutralną z podwyższoną z 9,1 do 9,2 PLN ceną docelową.

Portfel zamówień Rafako

Na koniec sierpnia 2012, Rafako posiadało 0,9-1 mld PLN zamówień na rok 2013 i 1,0 mld PLN zamówień na rok 2014. Uważamy, że w roku 2013 nie należy się jeszcze spodziewać wzrostu przychodów. Wzrost przychodów i potencjalnie wyniku powinien nastąpić w roku 2014. Potencjalnym czynnikiem ryzyka na rok 2013 jest duży, sięgający 40-50% udział kontraktu na budowę bloków w Opolu w przyszłorocznym portfelu zamówień. W przypadku opóźnień w realizacji kontraktu, przyszłoroczne przychody mogą być istotnie niższe r/r.

Dług netto Rafako w Q3 2012

Na koniec Q3 2012, Rafako miało 215,7 mln PLN długu netto. Źródłem kwoty są negatywne przepływy operacyjne w kwocie -351,6 mln PLN, związane niemal wyłącznie z działaniami Alstomu (-310 mln PLN). Wysokość kosztów odsetkowych, poniesionych w Q3 2012 wskazuje, że dług wzrósł na koniec kwartału i średnio w trakcie Q3 2012 wynosił około 130 mln PLN. Dług netto finansowany jest linią kredytową w PKO BP, zapadającą 8 lutego 2013. Uważamy, że prawdopodobnie linia kredytowa zostanie przedłużona.

Szanse na pozyskanie kontraktu w Jaworznie?

W przetargu na budowę bloku 830-840 MW w Jaworznie (Tauron), najtańszą ofertę na 3,99 mld PLN złożyli Chińczycy. Oferta chińska zakłada również atrakcyjne parametry techniczne. Druga w kolejności (4,4 mld PLN) była oferta Rafako i Mostostal Warszawa. Teoretycznie, Tauron może obawiać się podpisać umowy z chińskim konsorcjum. Niestety, w tej chwili podpisanie umowy z „polskim” konsorcjum wcale nie jest mniej ryzykowne.

Bilans głosów w Radzie Nadzorczej

Rada Nadzorcza Rafako składa się z 7 członków, w tym 3 osób reprezentujących PBG i największego udziałowca spółki, p. Wiśniewskiego, 3 osób reprezentujących: sąd, wierzycieli, BZ WBK, a także z niezależnego przewodniczącego Rady. Wszystkie decyzje w Radzie Nadzorczej zapadać będą większością głosów.



Ulma Construcccion Polska (Kupuj)

Cena bieżąca: 40,51 PLN Cena docelowa: 56,2 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	215,4	294,5	36,7%	256,5	-12,9%	224,2	-12,6%	Liczba akcji (mln)	5,3
EBITDA	104,2	155,6	49,3%	114,9	-26,1%	76,0	-33,8%	MC (cena bieżąca)	212,9
marża EBITDA	48,4%	52,8%		44,8%		33,9%		EV (cena bieżąca)	271,6
EBIT	27,3	72,5	165,3%	33,3	-54,0%	4,7	-86,0%	Free float	15,8%
Zysk netto	10,2	49,3	382,3%	20,1	-59,2%	0,6	-96,8%		
P/E	20,8	4,3		10,6		329,9		Zmiana ceny: 1m	3,0%
P/CE	2,4	1,6		2,1		3,0		Zmiana ceny: 6m	2,4%
P/BV	0,8	0,7		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	-31,6%
EV/EBITDA	4,0	2,2		2,4		3,1		Max (52 tyg.)	74,8
Dyyield (%)	0,0	3,9		6,6		2,8		Min (52 tyg.)	37,2



W 2013 roku wyniki Ulmy będą niższe, niż w 2012 roku, na każdym poziomie. Wycena spółki jednak to naszym zdaniem z nawiązką dyskontuje. Ulma generuje bardzo duże ilości gotówki, która może być przeznaczana na dywidendę. Zgodnie z naszymi prognozami, zakładającymi ostrożnie zerowe zyski w 2013 roku, spółka wyceniana jest na poziomie $EV/EBITDA_{2013} = 3,2$. Słabsze wyniki 2013 roku są w cenie, rynek nie dyskontuje naszym zdaniem możliwości poprawy wyników. Poprawa wyników w 2014 i 2015 roku jest warunkowana dwoma czynnikami: a) zatwierdzeniem funduszy UE; b) pozyskaniem kontraktów na dzierżawę szalunków na budowy energetyczne. Wcześniejsze zatwierdzenie funduszy UE pozwoli na wzrost produkcji budowlano-montażowej już w 2014 roku, późniejsze zaś dopiero w roku 2015. Udział Ulmy w realizacji kontraktów energetycznych można szacować ostrożnie na 80-90 mln PLN. Kontrakty te nie wymagają zakupu nowego majątku. Silnym konkurentem w zakresie ich pozyskania pozostaje w praktyce tylko Peri. Nadal zwracamy uwagę na dyskonto do wartości księgowej. Ulma jest spółką majątkową. Wartość rynkowa majątku spółki jest większa, niż jego wartość księgowa (spółka stosuje krótkie okresy amortyzacji). Podtrzymujemy rekomendację kupuj, z podwyższoną z 48,8 do 56,2 ceną docelową.

Portfel zamówień Ulmy i oczekiwania na rok 2013

Spółka nie podaje konkretnych wartości portfela zamówień. Portfel zamówień na rok 2013 wynosi kilkadziesiąt mln PLN. Generalnie, Ulma realizuje krótkie zamówienia (około 6 miesięcy realizacji), pozyskiwane co najwyżej z niewielkim, kilkumiesięcznym wyprzedzeniem. Prognozowanie wyników Ulmy jest możliwe przy przyjęciu założeń co do całego rynku budowlanego. W 2013 roku oczekujemy spadku rynku o około 8% r/r i spadku stawek dzierżawy majątku infrastrukturalnego o około 10% r/r (udział segmentu infrastruktury w przychodach Ulmy to 50-55%).

Bezpieczna i komfortowa sytuacja po stronie bilansu

Dług netto Ulmy na koniec Q3 2012 wyniósł 71,4 mln PLN. Nieznaczny wzrost zadłużenia netto q/q związany był z wypłatą dywidendy (14 mln PLN) i nakładami inwestycyjnymi (18,8 mln PLN; budowa centrum logistycznego w Koszajcu). Oczekujemy, że w kolejnych kwartałach dług netto Ulmy nadal będzie spadał, co związane jest ze znacznie niższym oczekiwanym CAPEX niż poziom amortyzacji i EBITDA.

Bez dywidendy w 2013 roku?

Zarząd Ulmy nie będzie rekomendował wypłaty dywidendy z zysku za rok 2012. Związane jest to z niepewną sytuacją branży i niepewnością, co do wysokości nakładów inwestycyjnych w 2013 roku. Obecnie plan zakłada, że nakłady inwestycyjne w 2013 roku wyniosą mniej, niż 20 mln PLN (prognozy DI BRE: 37,8 mln PLN). Zarząd dopuszcza jednak zwiększenie nakładów o 40-70 mln PLN, w przypadku większych sukcesów w pozyskiwaniu dużych kontraktów na dostawę szalunków na duże budowy energetyczne.

Perspektywa rynków zagranicznych

Ulma rozwija rynki zagraniczne - działalność na Ukrainie, w Kazachstanie, na Litwie. Kolejnym etapem rozwoju będzie działalność na Łotwie, Estonii i w Kaliningradzie. W 3Q 2012 udział przychodów z rynków zagranicznych w całości przychodów Ulmy sięgał 8,2%, a w Q3 2012 9,8%. W 2013 roku udział rynków zagranicznych w przychodach ma wynieść około 12%, co naszym zdaniem oznacza dynamikę r/r na poziomie około 11-13%. Pierwsze istotne przychody pojawią się m.in. na Litwie (rozpoczęcie działalności na Litwie w Q2 2012). Ulma pozyskała też spory kontrakt w Kazachstanie. Docelowo, Ulma planuje osiągnąć udział rynków zagranicznych w przychodach Grupy na poziomie co najmniej 25%.



Unibep (Kupuj)

Cena bieżąca: 4,88 PLN

Cena docelowa: 6,8 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	657,9	939,4	42,8%	876,2	-6,7%	936,5	6,9%	Liczba akcji (mln)	33,9
EBITDA	35,7	39,0	9,3%	29,3	-24,9%	29,3	0,0%	MC (cena bieżąca)	165,6
marża EBITDA	5,4%	4,2%		3,3%		3,1%		EV (cena bieżąca)	190,8
EBIT	29,8	33,8	13,5%	24,0	-28,8%	24,0	-0,2%	Free float	27,8%
Zysk netto	22,7	21,1	-6,9%	17,0	-19,4%	18,8	10,6%		
P/E	7,3	7,8		9,7		8,8		Zmiana ceny: 1m	-7,3%
P/CE	5,8	6,3		7,4		6,9		Zmiana ceny: 6m	-6,8%
P/BV	1,2	1,0		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	-5,9%
EV/EBITDA	5,4	4,9		6,5		6,5		Max (52 tyg.)	6,3
Dywid (%)	2,0	2,5		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,6



Unibep jest spółką, która jako jedna z nielicznych nie poniosła strat w segmencie generalnego wykonawstwa w kraju w 2012 roku. Firma zawdzięcza to głównie koncentracji na relatywnie prostych i krótkich kontraktach mieszkaniowych. Rok 2013 może przynieść poprawę marż budownictwa, o ile spadną koszty budowy. Na uwagę zasługuje duży portfel zamówień, którego wartość przypadająca na rok 2013 to 793 mln PLN. Sądzymy, że zamówienia te powinny bez problemu pozwolić na realizację naszych prognoz przychodów. Bardzo duży jest też portfel fabryki domów, która prowadzi relatywnie cykliczną działalność (101 mln PLN na rok 2013; przychody w 2012 roku ~ 78 mln PLN). Dalsza poprawa wyników w 2013 i 2014 roku warunkowana jest również sukcesami w pozyskiwaniu finansowania dla nowych projektów deweloperskich (2 projekty mieszkaniowe - uwzględnione w prognozach; 1 projekt komercyjny - nie uwzględniony w prognozach). Im więcej inwestycji, tym wyższy wynik, ale i wyższy dług. Im mniej inwestycji, tym niższe zyski i niższy dług (w skrajnym przypadku - brak zadłużenia). Ze względu na duży portfel zamówień, niskie ryzyko kontraktów i dobre na tle sektora wyniki - spółka jest naszym zdaniem atrakcyjna. Wskaźnik EV/EBITDA jest zawyżony z uwagi na prowadzoną działalność deweloperską (dług liczony dwa razy - raz w koszcie wytworzenia mieszkań, raz w EV). Podtrzymujemy rekomendację kupuj z podwyższoną z 6,1 do 6,8 ceną docelową.

Portfel zamówień Grupy Unibep

Portfel zamówień Grupy Unibep na rok 2013 ma wartość 793 mln PLN, zaś na lata 2014-15 - 328 mln PLN. Na 2013 rok Grupa Unibep zabezpieczyła już 404 mln PLN zamówień w ramach generalnego wykonawstwa w Polsce, 258 mln PLN w ramach działalności na rynkach wschodnich, 31 mln PLN w segmencie drogownictwa, 101 mln PLN w segmencie produkcji.

Oczekiwana ewolucja zadłużenia netto Unibepu

Na koniec Q3 2012 zadłużenie netto Unibepu wyniosło 105,0 mln PLN (Q2 2012: 66,9 mln PLN). Na wzrost zadłużenia wpłynęły: a) negatywne przepływy operacyjne: -7,6 mln PLN; b) negatywne przepływy inwestycyjne: -24,1 mln PLN; c) wypłacona dywidenda: 4,1 mln PLN. W Q4 2012 lub Q1 2013 nastąpi duży spadek zadłużenia, z uwagi na finalizację sprzedaży budynku przy ul. Grzybowskiej 81. Ostateczny termin na podpisanie aktu notarialnego to 21 marca 2013. Po osiągnięciu minimum na przełomie 2012 i 2013 roku, zadłużenie netto Grupy Unibep będzie rosła, co związane jest z finansowaniem nowych projektów deweloperskich.

Finansowanie dla projektów mieszkaniowych

Unibep jest bardzo bliski pozyskania finansowania bankowego dla projektu mieszkaniowego Hevelia w Poznaniu. Projekt mieszkaniowy Lykke w Warszawie na Białołęce nie może być uruchomiony, z uwagi na problemy z pozyskaniem pozwolenia na budowę. Unibep zakłada, że projekt uda się uruchomić na wiosnę 2013. Przekazań mieszkań w projekcie należy oczekiwać w 2014 roku. Sądzymy, że nawet gdyby projekt był rozpoczęty na jesieni, nie na wiosnę 2013 roku (scenariusz negatywny), to mieszkania powinny być przekazywane w 2014 roku - nie w Q1/Q2 2014 lecz w Q3/Q4 2014.

Projekt biurowy w Warszawie

Unibep w 2012 roku nabył przygotowany do budowy projekt biurowy w Warszawie, przy ul. Prymasa Tysiąclecia. Cena nabycia projektu z pozwoleniem na budowę to 12,1 mln PLN. Szacujemy, że realizacja inwestycji wiązałaby się z wygenerowaniem wysokiej marży brutto, na poziomie 28%. Budowa obiektu mogłaby zwiększyć docelowo wycenę spółki o około 1,3 PLN/akcję. Z uwagi na zyski z wycen, wynik netto w latach 2013-14 również byłby większy, niż zakładamy. Projektu nie uwzględniamy w prognozach, z uwagi na niepewność co do możliwości sfinansowania projektu bez udziału partnera J.V. (CAPEX ~ 135 mln PLN). Ewentualna decyzja kredytowa w pozytywnym scenariuszu może mieć miejsce w marcu 2013 roku.



ZUE (Akumuluj)

Cena bieżąca: 6,28 PLN

Cena docelowa: 6,6 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	392,4	525,3	33,9%	496,2	-5,5%	482,7	-2,7%	Liczba akcji (mln)	22,0
EBITDA	32,4	35,6	9,9%	21,5	-39,7%	24,3	13,4%	MC (cena bieżąca)	138,2
marża EBITDA	8,2%	6,8%		4,3%		5,0%		EV (cena bieżąca)	200,7
EBIT	25,6	28,7	12,0%	13,9	-51,5%	16,7	20,0%	Free float	22,2%
Zysk netto	16,8	21,3	26,5%	10,5	-50,4%	11,3	7,3%		
P/E	6,0	6,5		13,1		12,2		Zmiana ceny: 1m	-18,5%
P/CE	4,3	4,9		7,6		7,3		Zmiana ceny: 6m	-20,3%
P/BV	0,6	0,8		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	-23,2%
EV/EBITDA	3,8	4,3		9,4		5,8		Max (52 tyg.)	8,5
Dywid (%)	1,1	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	5,1



Po bardzo dobrym pierwszym półroczu, ZUE zaskoczyło negatywnie wynikami Q3 2012. Wyniki Q4 2012 prawdopodobnie będą również niższe r/r. Nie zakładamy w prognozach dalszego pogorszenia wyników w 2013 roku, gdyż czynniki kosztowe, wpływające na erozję marż, już nie powinny negatywnie wpływać na sektor. Na razie portfel zamówień na rok 2013 ma wartość 250 mln PLN. ZUE złożyło najkorzystniejsze oferty i oferty z najniższą ceną na kwotę 458,4 mln PLN. Szacujemy, że podpisanie umów pozwoliłoby powtórzyć tegoroczne przychody w roku 2013. Szczególnie istotne jest podpisanie dużego kontraktu wartego 357,4 mln PLN. Szybkie pozyskanie zamówienia jest realne - protesty konkurentów wydają nam się mało prawdopodobne. Rewizja prognoz dla spółek z grupy porównawczej pozytywnie wpływa na wycenę ZUE. Po rozliczeniu kontraktu w Krakowie (tramwaj na Ruczaj), spółka powinna spłacić gros zadłużenia, co znajdzie odzwierciedlenie w niższym wskaźniku EV/EBITDA. Podwyższamy wycenę ZUE z 6,2 do 6,6 PLN/akcję i rekomendację z trzymaj do akumuluj.

Portfel zamówień Grupy ZUE

Wartość portfela Grupy ZUE wynosi obecnie około 500 mln PLN i jest istotnie niższa, niż kilka kwartałów temu (0,9 - 1 mld PLN). Przyczyną zmniejszenia wielkości portfela zamówień jest mniejsza liczba pozyskiwanych kontraktów i przekazanie części prac na jednym z kontraktów innemu członkowi konsorcjum. Na koniec Q1 2013 portfel zamówień powinien wzrosnąć, z uwagi na możliwe podpisanie potencjalnych kontraktów na kwotę 458,4 mln PLN (złożone oferty i oferty wybrane przez zamawiającego)

Na ile istotne są fundusze UE na lata 2014-2020?

To czy fundusze UE na lata 2014-2020 wpłyną na wzrost produkcji budowlano-montażowej w 2014, czy 2015 roku nie powinno mieć dla ZUE znaczenia, jeśli uda się podpisać nowe kontrakty na kwotę 458,4 mln PLN. Szacujemy, że gdyby udało się podpisać wszystkie umowy, ZUE zgromadziłoby na rok 2014 zamówienia warte aż 456,9 mln PLN. W przypadku, gdyby portfel zamówień pozostawał niski, rok 2014 będzie dobry tylko pod warunkiem, że fundusze UE pojawią się szybko i dotyczyć będą kontraktów bez fazy projektowej.

Nietypowe czynniki ryzyka w kontraktach PSE

Grupa ZUE stara się o kontrakty na budowę i modernizację sieci energetycznych. W przetargach PSE wykonawca ponosi ryzyka związane z wykupami gruntów i procedurami formalnymi (średnio 30% kosztu inwestycji). Udział kosztów materiałów sięga 50%, zaś udział koszty robocizny 15%. Z przykładów rynkowych wiemy, że szacunki kosztu wykupu gruntów w poszczególnych ofertach mogą się różnić nawet o 50%. Firmy szacunki opierają na wyliczeniach rzeczoznawców majątkowych.

Oczekiwana poprawa sytuacji bilansowej

W 2013 roku ZUE rozliczy kontrakt Tramwaj na Ruczaj w Krakowie. Powinno to pozwolić na zrównoważenie bilansu - w przyszłym roku spółka powinna już nie mieć istotnego zadłużenia netto. Dalsza poprawa bilansu może następować, pod warunkiem pozyskania kontraktów na jednym z rynków afrykańskich. Kontrakty te będą prawdopodobnie w bardzo dużym stopniu zaliczkowane.

ZUE będzie realizować kontrakty w Afryce?

ZUE deklaruje chęć pozyskania kontraktów na projektowanie i zarządzanie projektami na rynku jednego z państw afrykańskich. Szukanie możliwości rozwoju oceniamy pozytywnie, nasze podejście do tak egzotycznych rynków jest jednak ostrożne. W ostatnich latach na rynkach eksportowych jako generalny wykonawca z dużym sukcesem zaistniał Unibep. Nie powiodły się plany PBG i Mostostalu Export, umiarkowany sukces odniósł Polimex, z planów rozwoju za granicą wycofał się Budimex.

Deweloperzy

- Zalecamy niedoważanie deweloperów z segmentu mieszkaniowego, którzy w 2013 r. powinni doświadczyć spadku marż i wolumenów sprzedaży.
- Według różnych źródeł, spadek cen mieszkań od początku 2012 r. wyniósł 3-11%. Wśród dwunastu deweloperów giełdowych liczba sprzedanych mieszkań spadła w tym okresie o 10% r/r. Efektem będą obniżone przychody i marże deweloperskie w latach 2013-2014.
- Program dopłat do odsetek kredytów hipotecznych wygasa z końcem grudnia. Nowy program dopłat ma pojawić się za około rok. Przerwa w funkcjonowaniu programu zbiegnie się w czasie z okresem silnego spowolnienia gospodarczego, wzmacniając jego negatywny wpływ na rynek mieszkaniowy. Ryzyko dalszego pogorszenia wyników finansowych u deweloperów mieszkaniowych w 2014 r.
- W 2013 r. prognozujemy spadek wyników finansowych w Dom Development, Polnordzie i Robygu. Wzrost zysków nastąpi w LC Corp dzięki wyjątkowo dobrej kontrakcji mieszkań w drugiej połowie 2012 r.
- Rekomendujemy neutralne podejście do sektora deweloperów komercyjnych. Ryzyko spadku czynszów przy renegotiacjach jest realne. W 2012 r. presja na czynsze również była widoczna, lecz wpływ tego zjawiska na wyniki spółek był umiarkowany.
- Prowadzone i planowane inwestycje w sektorze nieruchomości komercyjnych pozwalają na osiągnięcie wysokich stóp zwrotu i wpłyną na poprawę wyników finansowych w 2013 r. (Echo Investment, P.A. Nova, Rank Progress, GTC).
- W 2012 r. doszło do rozszerzenia spreadu między rentownością obligacji skarbowych a stopami kapitalizacji nieruchomości. Prognozy dla rynku nieruchomości nie wskazują na spadek yieldów w 2013 r., co wydaje się słusznym założeniem biorąc pod uwagę utrzymującą się niepewność co do skali spowolnienia gospodarczego w przyszłym roku. Szansa na lekką kompresję stóp kapitalizacji istnieje szczególnie w segmencie prime.

Kluczowe rekomendacje: Echo Investment (Akumuluj), P.A. Nova (Kupuj), Dom Development (Redukuj), JWC (Redukuj)

W Q2 2012 oferta w sześciu największych miastach w Polsce osiągnęła rekordowy poziom 57 tys. mieszkań. Na koniec września pomimo silnego spadku liczby rozpoczynanych budów, wielkość oferty spadła zaledwie o 1 tys. mieszkań, co pokazuje jak długi może okazać się powrót rynku mieszkaniowego do poziomu równowagi. Według REAS w 2013 r. liczba zawartych umów na rynku pierwotnym najprawdopodobniej spadnie pomimo zapowiadanej liberalizacji rekomendacji dotyczącej kredytów hipotecznych. Za takim scenariuszem przemawia to, że 2013 r. będzie pierwszym od dawna okresem bez programu dopłat do kredytów mieszkaniowych, co najprawdopodobniej zbiegnie się w czasie z okresem najsilniejszego spowolnienia w polskiej gospodarce. Jednocześnie nie ma silnych argumentów przemawiających za wzrostem dostępności kredytów hipotecznych. Konkretny terminy odnośnie liberalizacji rekomendacji KNF jeszcze nie padły. Gwałtowny spadek stopy WIBOR o ponad 0,5 p.p. może mieć umiarkowany wpływ na dostęp do kredytu hipotecznego, gdyż banki podwyższają jednocześnie marże kredytowe. Tę opinię najwyraźniej podtrzymuje Centrum AMRON prognozując w 2012 r. około 14% spadek wartości nowych umów o kredyt hipoteczny oraz dalszy spadek o ponad 10% w 2013 r. Podsumowując, w 2013 r. powinniśmy obserwować (1) nadpodaż mieszkań w ofercie, (2) spadek popytu na mieszkania, (3) ograniczony dostęp do kredytu mieszkaniowego i w konsekwencji silną walkę konkurencyjną powodującą presję na spadek cen mieszkań.

W 2012 r. na polskim rynku nieruchomości komercyjnych nastąpiła znaczna podaż nowych projektów. Ten trend będzie również utrzymany w przyszłym roku. W okresie H2 2012/2013 w Polsce ma powstać 730 tys. m² powierzchni handlowej (trzecie miejsce w Europie po Rosji i Turcji). Stanowi to około 9% istniejących zasobów. Wysoka podaż i słabnąca sprzedaż detaliczna stopniowo zwiększają siłę negocjacyjną najemców. CB Richard Ellis prognozuje w przyszłym roku spadek średnich stawek czynszów w handlu i wzrost poziomu pustostanów. Podobna sytuacja ma miejsce w segmencie biurowym. Nowa podaż w 2012 r. ulegnie podwojeniu w stosunku do 2011 r. W 2013 r. prognozowany jest dalszy wzrost podaży na rynku warszawskim i w niektórych miastach regionalnych, powodujący presję na czynsze. Pomimo niższych czynszów, rentowność projektów komercyjnych wciąż jest wysoka. Będą na tym korzystać deweloperzy giełdowi, prowadzący intensywny program inwestycyjny (ECH, RNK). Firmy monitorujące rynek nieruchomości komercyjnych oczekują stabilizacji stóp kapitalizacji. Uważamy, że ewentualna kompresja yieldów mogłaby nastąpić przede wszystkim w segmencie prime i jest uzależniona od wzrostu popytu inwestycyjnego. W Q3 2012 w Europie widoczne jednak było wycofywanie się inwestorów zagranicznych z krajów wschodzących i zadłużonych oraz wzrost transakcji na najstabilniejszych rynkach (Wielka Brytania, Niemcy).



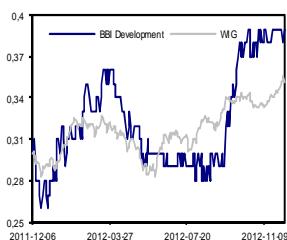
BBI Development (Akumuluj)

Cena bieżąca: 0,38 PLN Cena docelowa: 0,42 PLN

Analitik: Piotr Zybala

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	67,1	69,6	3,7%	70,5	1,2%	90,3	28,1%	Liczba akcji (mln)	523,1
EBITDA	28,5	24,6	-13,7%	9,1	-63,2%	10,4	15,1%	MC (cena bieżąca)	198,8
marża EBITDA	42,5%	35,3%		12,8%		11,5%		EV (cena bieżąca)	408,0
EBIT	28,4	24,4	-14,0%	8,7	-64,5%	10,0	15,7%	Free float	65,2%
Zysk netto	12,0	15,8	32,2%	1,5	-90,3%	4,5	195,5%		
P/E	16,6	12,6		129,6		43,9		Zmiana ceny: 1m	2,6%
P/CE	16,4	12,4		102,9		40,2		Zmiana ceny: 6m	30,0%
P/BV	0,9	0,8		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	34,5%
EV/EBITDA	10,3	13,9		45,0		53,9		Max (52 tyg.)	0,4
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	0,3



W 2013 roku nastąpi zakończenie największego realizowanego obecnie projektu BBI Development na Pl. Unii Lubelskiej. Jest to jednocześnie największa prowadzona inwestycja komercyjna w śródmieściu Warszawy, której sprzedaż powinna wygenerować nawet 180 mln PLN wolnych przepływów pieniężnych przypisanych do BBD. Zakończenie tego projektu zbiegnie się w czasie z rozpoczęciem kolejnej dużej inwestycji na warszawskiej Pradze. W listopadzie Spółka podpisała z Librecht & Wood dokument określający zasady wspólnej realizacji tej inwestycji, co znacznie ogranicza ryzyko projektu. Spółka ma w planach kolejne inwestycje, wszystkie zlokalizowane w bardzo atrakcyjnych lokalizacjach w Warszawie. Rozpoczęcie ich realizacji nastąpi pod warunkiem uzyskania dostępu do finansowania oraz rozwiązania kwestii administracyjnych, przy czym jedno ma związek z drugim. Do czasu zabezpieczenia wkładu własnego, Spółka nie ma powodu, by forsować ścieżkę administracyjną. Spodziewana przez nas sprzedaż Placu Unii w przyszłym roku otworzy spółce drogę do realizacji kolejnych projektów i z pewnością przyspieszy ich rozpoczęcie. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Ekspozycja na najbardziej atrakcyjny rynek w Polsce

Oprócz Placu Unii i Konesera BBI Development ma w planach przynajmniej cztery projekty komercyjne zlokalizowane w Warszawie. Stolica pozytywnie wyróżnia się na tle innych rynków w Polsce, a projekty BBD dodatkowo cechują się świetną lokalizacją w ścisłym centrum miasta. Obecnie rynek biurowy w Warszawie charakteryzuje wysoka podaż, która, pomimo rekordowego popytu na powierzchnię, spowodowała nieznaczny wzrost pustostanów w 2012 r. Nie spowodowało to jednak spadku poziomu czynszów w ostatnich dwunastu miesiącach. Prognozy na 2013 r. zakładają dalszą stabilizację stawek czynszów przy rosnącym poziomie pustostanów. W przypadku rynku powierzchni handlowej w Warszawie, wciąż obserwujemy niskie nasycenie powierzchnią w stosunku do siły nabywczej mieszkańców i niewielką podaż.

Sprzedaż Placu Unii uwolni gotówkę pod kolejne projekty

Biurowo-handlowa inwestycja na Placu Unii Lubelskiej jest największym projektem komercyjnym w Warszawie spośród planowanych do zakończenia w 2013 r. Warszawskie nieruchomości z segmentu prime przyciągają inwestorów, czego potwierdzeniem była tegoroczna sprzedaż udziałów w Żółtych Tarasach i biurowcu Warsaw Financial Center. Widzimy szansę na zawarcie umowy przedwstępnej sprzedaży Placu Unii już w przyszłym roku i wpływ do spółki zaliczki na poczet tej transakcji. Sprzedaż może przynieść BBD około 180 mln PLN wolnych przepływów pieniężnych. Na zabezpieczenie wkładu własnego pod najpilniejsze projekty (pierwsze etapy mieszkaniowe i część komercyjna Konesera oraz Nowy Sezam) potrzeba mniej niż 40 mln PLN. Po ostatecznym rozliczeniu transakcji, które mogłoby nastąpić w pierwszej połowie 2014 r. spodziewamy się częściowej spłaty obligacji. Spółka wciąż dysponowałaby gotówką na akwizycję kolejnych projektów w Warszawie.

Cenny partner do Konesera

Zawarcie umowy przedwstępnej, określającej szczegóły współpracy BBD z L&W przy realizacji Konesera powinno nastąpić jeszcze w grudniu. Obecnie wiadomo, że część mieszkaniowa inwestycji będzie realizowana samodzielnie przez BBD. Centralna część Konesera obejmująca powierzchnie biurowe i handel zostanie wniesiona do spółki celowej, w której BBD będzie posiadać około 63% udziałów. Według naszych wstępnych szacunków zysk BBD na realizacji części komercyjnej inwestycji może wynieść 45-50 mln PLN, a oprócz gruntu Spółka wniesłaby do wspólnego przedsięwzięcia około 20 mln PLN gotówką. W przypadku części mieszkaniowej, Spółka zawarła umowy kredytowe na realizację pierwszych dwóch etapów inwestycji. Łączna wartość mieszkań w projekcie Koneser przekracza 300 mln PLN przy planowanej marży deweloperskiej ok. 30%.



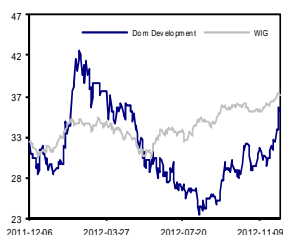
Dom Development (Sprzedaż)

Cena bieżąca: 32,43 PLN Cena docelowa: 28,7 PLN

Analitik: Piotr Zybala

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	513,7	584,3	13,7%	902,3	54,4%	745,5	-17,4%	Liczba akcji (mln)	24,7
EBITDA	61,4	105,6	72,0%	130,6	23,6%	93,7	-28,3%	MC (cena bieżąca)	801,5
marża EBITDA	12,0%	18,1%		14,5%		12,6%		EV (cena bieżąca)	823,3
EBIT	59,1	103,2	74,7%	127,5	23,6%	90,6	-28,9%	Free float	26,6%
Zysk netto	40,4	82,7	104,5%	102,8	24,3%	73,1	-28,9%		
P/E	19,7	9,6		7,8		11,0		Zmiana ceny: 1m	15,0%
P/CE	18,6	9,4		7,6		10,5		Zmiana ceny: 6m	23,0%
P/BV	1,0	1,0		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	16,9%
EV/EBITDA	13,7	8,5		6,3		8,3		Max (52 tyg.)	42,8
Dyield (%)	2,5	2,8		4,6		5,8		Min (52 tyg.)	23,5



Dzięki kumulacji inwestycji mijający rok będzie w Dom Development jednym z rekordowych pod względem osiągniętego wyniku finansowego. Parametry projektów znajdujących się obecnie w budowie wskazują, że w przyszłym roku zysk spółki ulegnie wyraźnemu pogorszeniu. Dominującymi tendencjami na rynku mieszkaniowym są spadek powierzchni sprzedawanych lokali i spadek cen mieszkań. Od nowego roku do tej grupy powinien dołączyć spadek wolumenów sprzedaży mieszkań w następstwie wygaśnięcia programu dopłat do kredytów. Choć Dom Development w umiarkowanym stopniu decyduje się na obniżanie cen w swoich inwestycjach, zaostrzona konkurencja niewątpliwie będzie miała wpływ na rentowność dewelopera. W celu utrzymania obecnego tempa sprzedaży mieszkań, Zarząd będzie musiał spowolnić tempo wprowadzania do oferty kolejnych mieszkań, co automatycznie odbije się na wynikach 2014 r. Obecna cena akcji Dom Development implikuje P/E(2013)=12,1 oraz P/E(2014)=15,3. Nasze prognozy wyników opierają się na założeniu, że spółka skutecznie będzie bronić się przed spadkiem cen mieszkań, a dzięki wprowadzeniu do oferty inwestycji przy ul. Powązkowskiej, zwiększy sprzedaż mieszkań w przyszłym roku o kilkanaście procent. Nie są to szczególnie konserwatywne założenia. Z uwagi na wzrost kursu akcji Dom Development obniżamy naszą rekomendację z redukuju do sprzedaj.

Wyniki 2012 r. a potencjał wynikający z bieżącej sprzedaży mieszkań

W wynikach 2012 r. zakładamy rozliczenie ok. 2040 mieszkań. Tegoroczna sprzedaż najprawdopodobniej nie przekroczy w Dom Development 1500 lokali. Gdyby wyniki finansowe Dom Development skonstruować w oparciu o bieżącą kontraktację, a nie, jak nakazują standardy rachunkowości, przekazania ukończonych mieszkań, zysk netto w 2012 r. mógłby wynieść zaledwie 55 mln PLN.

Prognozy na lata 2013 i 2014 wciąż nie odzwierciedlają bieżącej koniunktury w branży mieszkaniowej

W naszych prognozach wyników na lata 2013-2014 zakładamy przekazanie 1810-1830 lokali. Jest to wciąż poziom o około 300 lokali wyższy niż tegoroczna sprzedaż mieszkań w Dom Development. Prognozowana przez nas liczba zakontraktowanych lokali wynosi 1670 w 2013 r. oraz 1890 w 2014 r. Mimo, że w najbliższych dwóch latach zakładamy stopniowy wzrost kontraktacji mieszkań, wyliczając hipotetyczne wyniki finansowe Dom Development w oparciu o kontraktację (a nie przekazania) otrzymujemy około 54 mln PLN zysku netto w 2013 r. i 57 mln PLN w 2014 r. Względnie płaskie wyniki w latach 2012-2014 obliczone w oparciu o kontraktację to efekt dwóch czynników: (1) stopniowego spadku marż w realizowanych inwestycjach, (2) spadku wartości jednostkowej mieszkań sprzedawanych przez Dom Development. Spadek marż i przychodów w przeliczeniu na mieszkanie nie wynika z założenia obniżania cen przez spółkę. Spodziewamy się istotnej zmiany struktury oferty Dom Development, przede wszystkim zmniejszenie udziału wysokomarżowych apartamentów (Opera 2, Grzybowska), mających istotny wpływ na wynik. O ile pole do manewru w przypadku 2013 r. jest już mocno ograniczone, przy znacznych inwestycjach w grunty spółka jest w stanie poprawić nasze prognozy sprzedaży na 2014 r. Dotychczas Zarząd nie zapowiadał dużych inwestycji w grunty w 2013 r.

Ponadprzeciętne zyski nie równają się ponadprzeciętnej dywidendzie

W 2011 r. dywidenda wyniosła 1,5 PLN/akcję. Na konferencji po wynikach Q3 2012 Zarząd poinformował, że nie zamierza zmieniać polityki dywidendowej, zgodnie z którą wysokość dywidendy zależy od osiągniętych zysków i perspektyw. Zyski 2012 r. będą wysokie, lecz nie perspektywy zysków na lata 2013 i 2014 (spadek zysku netto o 29% w 2013 r. i kolejne 21% w 2014 r.), dlatego nie oczekujemy dużego wzrostu dywidendy r/r. (1,80-1,85 PLN/akcję w latach 2013-2014, DYield=5,2%).



Echo Investment (Akumuluj)

Cena bieżąca: 5,24 PLN

Cena docelowa: 5,8 PLN

Analityk: Piotr Zybala

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	426,4	406,9	-4,6%	550,9	35,4%	533,5	-3,2%	Liczba akcji (mln)	412,7
EBITDA	172,7	547,2	216,9%	199,9	-63,5%	263,2	31,6%	MC (cena bieżąca)	2 162,5
marża EBITDA	40,5%	134,5%		36,3%		49,3%		EV (cena bieżąca)	4 569,9
EBIT	168,7	539,4	219,7%	195,6	-63,7%	257,6	31,7%	Free float	36,8%
Zysk netto	147,7	176,5	19,5%	121,0	-31,4%	150,9	24,7%		
P/E	14,9	12,5		17,9		14,3		Zmiana ceny: 1m	8,6%
P/CE	14,5	11,9		17,3		13,8		Zmiana ceny: 6m	37,3%
P/BV	1,2	1,1		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	54,9%
EV/EBITDA	22,9	7,8		22,9		16,8		Max (52 tyg.)	5,5
Dywidenda (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,1



2013 r. powinien być wyjątkowo udany dla Echo Investment. W Q4 2012 portfel gotowych nieruchomości spółki powiększył się o trzy nowe obiekty w Bełchatowie, Szczecinie i Wrocławiu o łącznym NOI równym 8,8 mln EUR (15% dotychczasowego NOI portfela). W przyszłym roku do użytku zostanie oddana powierzchnia o jeszcze większym potencjale (10,3 mln EUR), a biorąc pod uwagę obecnie rozpoczynane inwestycje, tempo wzrostu NOI w 2014 r. również będzie dwucyfrowe. Bazując wyłącznie na posiadanym obecnie banku ziemi spółka jest w stanie prowadzić intensywny program inwestycyjny w segmencie komercyjnym i mieszkaniowym. Spodziewamy się, że w przyszłym roku wzrost wyniku będzie wspierany sprzedażą części aktywów. Historyczne transakcje sprzedaży nieruchomości w Echo Investment przynosiły spółce ok. 20% zysku na sprzedaży, gdyż spółka utrzymuje w bilansie wartość ukończonych nieruchomości poniżej ich wartości rynkowej. Według nas uzasadnione jest założenie, że wartość rynkowa portfela gotowych nieruchomości komercyjnych w Echo Investment jest około 20% (550mln PLN) wyższa niż jego obecna wartość bilansowa. Biorąc to pod uwagę oraz nasze prognozy dynamicznego wzrostu zysków w kolejnych latach, podnosimy naszą wycenę akcji Echo Investment do 5,8 PLN (poprzednia: 5,3 PLN) i **podtrzymujemy rekomendację akumuluj.**

Segment biurowy będzie nadawał ton w 2013 r.

Spółka dysponuje bardzo bogatym bankiem ziemi pod projekty biurowe (380 tys. m² GLA z przewagą gruntów w Warszawie). Zakończony w listopadzie br. pierwszy etap biurowca Aquarius Business House okazał się sukcesem. Prawie cała powierzchnia została wynajęta w trakcie budowy. Realizacja drugiego etapu tego projektu będzie zakończona jesienią 2013 r. W listopadzie Echo poinformowało o rozpoczęciu budowy trzech kolejnych inwestycji biurowych: Park Rozwoju przy ul. Konstruktorskiej w Warszawie, A4 Business Park w Katowicach oraz West Gate we Wrocławiu. Inwestycje mają się zakończyć w 2014 r. (w przypadku Warszawy i Katowic już w pierwszym kwartale). Są to znacznie szybsze terminy realizacji niż zakładaliśmy w listopadowym raporcie. Przyjmując realizację średnio dwóch budynków biurowych rocznie, spółka jest w stanie prowadzić inwestycje na posiadanym banku ziemi przez następne 10 lat.

Inwestycje w segmencie handlowym skoncentrowane na rozbudowach

W Q4 2012 Echo posiadało w realizacji cztery obiekty handlowe, z czego budowa dwóch zakończyła się w listopadzie, a dwa kolejne zostaną oddane do użytku w 2013 r. W obliczu rosnącego nasycenia powierzchnią handlową w Polsce, plany Echo w segmencie handlowym dryfują w stronę rozbudów posiadanych centrów handlowych. Najbardziej prawdopodobnymi inwestycjami, których budowa powinna rozpocząć się w 2013 są zatem rozbudowy obiektów w Szczecinie i Jeleniej Górze, gdzie spółka dysponuje odpowiednimi gruntami. Większość banku ziemi w segmencie handlu wciąż jednak stanowią działki pod zupełnie nowe centra handlowe. Od popytu najemców zależy, czy i kiedy uda się na nich rozpocząć nowe inwestycje. W prognozach na 2013 r. ostrożnie założyliśmy, że nie nastąpi to w 2013 r. Założenie to jest tym bardziej zasadne, że w 2013 roku w Polsce na rynek ma trafić nie mniej nowej powierzchni niż w roku obecnym, a ekspansja sieci handlowych może być wstrzymana przez słabnącą sprzedaż detaliczną.

Potencjalne transakcje katalizatorami wzrostu kursu

W portfelu gotowych nieruchomości inwestycyjnych, którego wartość bilansowa na koniec września 2012 wynosiła 2,7 mld PLN, większość obiektów jest gotowych do sprzedaży. Wynika to z niskiego bądź zerowego poziomu pustostanów oraz renegocjowania wielu umów z najemcami w trakcie 2012 r. na nowe wieloletnie okresy. Przy obecnym poziomie wycen nieruchomości w bilansie Echo, spadek stóp kapitalizacji nie jest konieczny, by spółka mogła wykazać solidny zysk ze sprzedaży. W przyszłym roku spodziewamy się finalizacji przynajmniej jednej transakcji.



GTC (Trzymaj)

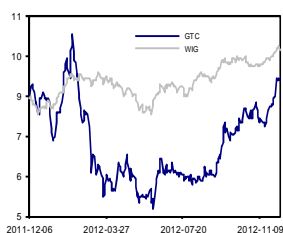
Cena bieżąca: 9,39 PLN

Cena docelowa: 8,3 PLN

Analityk: Piotr Zybala

Data ostatniej aktualizacji: 2012-11-06

(mIn EUR)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	169,0	153,7	-9,1%	152,1	-1,0%	155,6	2,3%	Liczba akcji (mln)	319,4
EBITDA	111,1	-230,7		33,7		74,1	119,7%	MC (cena bieżąca)	2 998,9
marża EBITDA	65,8%	-150,1%		22,2%		47,6%		EV (cena bieżąca)	6 884,5
EBIT	110,6	-231,2		33,2		73,5	121,6%	Free float	58,8%
Zysk netto	41,9	-270,4		-14,6	-94,6%	16,7			
P/E	12,0					43,6		Zmiana ceny: 1m	16,3%
P/CE	11,8					42,2		Zmiana ceny: 6m	42,5%
P/BV	0,5	0,7		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	1,3%
EV/EBITDA	15,6			49,7		21,4		Max (52 tyg.)	10,4
Dywidenda (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	5,2



Po trzech kwartałach 2012 r. GTC ma 24 mln EUR straty netto i najprawdopodobniej obecny rok będzie drugim z rzędu, w którym spółce nie uda się osiągnąć dodatniego wyniku finansowego. Deweloper poświęcił mijający rok na restrukturyzację kosztową, zwiększenie efektywności portfela aktywów oraz obniżenie zadłużenia. Efekty tych działań są już widoczne w postaci poprawy operacyjnych przepływów pieniężnych. W Q2 i Q3 2012 EBIT bez rewaluacji po raz pierwszy od dłuższego czasu był wyższy od kosztów finansowych. Zakres poprawy wyników finansowych na bazie istniejącego portfela nieruchomości jest jednak ograniczony, tym bardziej, że przyszły roku ma przynieść dalsze spowolnienie w gospodarkach regionu. Osiągnięcie przez GTC poziomu rentowności, który uzasadniałby dzisiejszą wycenę spółki jest uzależnione od realizacji kolejnych, dochodowych inwestycji. Służyć temu mają projekty dwóch galerii handlowych w Warszawie. Ich budowa ma się rozpocząć w przyszłym roku i będzie miała duże znaczenie dla wyników osiąganych przez GTC w kolejnych latach. Obecnie wciąż istnieje niepewność dotycząca zabezpieczenia finansowania pod planowane inwestycje. Spodziewamy się, że w przyszłym roku spółka ostatecznie rozwiąże ten problem na swoją korzyść dzięki częściowemu rolowaniu długu i dezinvestycjom. **Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.**

Dezinvestycje a zysk z wynajmu w 2013 r.

Zysk z wynajmu powierzchni komercyjnej w 2012 r. wyniesie około 95 mln EUR. Na początku 2013 r. dojdzie do finalizacji sprzedaży pierwszych czterech budynków kompleksu Platinum BP, które generowały 8-10 mln EUR zysku rocznie. W przyszłym roku (najprawdopodobniej również w 2014 r.) GTC nie odda do użytku żadnej nowej inwestycji, dlatego utrzymanie wyniku z wynajmu będzie możliwe tylko dzięki zwiększeniu rentowności obecnego portfela nieruchomości. Potencjał do wzrostu wyników istnieje przede wszystkim w nieruchomościach zlokalizowanych na Bałkanach i wiąże się ze wzrostem czynszów od obrotu. Drugim sposobem na wzrost zysku jest zmniejszenie pustostanów. W okresie styczeń-wrzesień 2012 poziom niewynajętej powierzchni w portfelu gotowych nieruchomości GTC spadł z 13% do 10%. Korzystny wpływ tego zjawiska jest rozłożony w czasie z powodu wakacji czynszowych. Przy założeniu, że Platinum BP będzie jedynym kompleksem, sprzedanym w przyszłym roku, wynik z wynajmu w 2013 r. powinien być bliski osiągniętemu w 2012 r.

Kontynuacja restrukturyzacji zadłużenia

Najważniejszymi wydarzeniami ostatnich miesięcy z punktu widzenia zadłużenia GTC była finalizacja sprzedaży Platinum BP i rolowanie obligacji o wartości 70 mln PLN (wykup w latach 2017-2018). W ciągu najbliższych dwóch lat spółka musi wykupić wraz z instrumentami zabezpieczającymi obligacje za ok. 230 mln EUR. Konieczność rolowania obligacji przy wyższym oprocentowaniu lub sprzedaży pracujących aktywów w celu oddłużenia ograniczy tempo poprawy wyników operacyjnych i będzie stanowić barierę w uruchamianiu projektów.

Dwie galerie w Warszawie priorytetowymi inwestycjami

Przy publikacji wyników Q3 2012 spółka informowała, że zamierza uzyskać pozwolenia na budowę obu galerii w Q1 2013. Spodziewamy się, że czas do uzyskania pozwoleń może być dłuższy, tym bardziej, że projekty architektoniczne nie są jeszcze skończone, a w przypadku Białołęki spółka musi dokupić około 10% okolicznych gruntów. W ostatniej prezentacji zysk z realizacji obu przedsięwzięć spółka szacuje na ponad 280 mln EUR. Szacunki te są oparte o dość ambitne założenia (czynsze 23-28 EUR, yield 6,0%), jednak nawet przy ostrożniejszych szacunkach obie inwestycje powinny przynieść spółce ok. 200 mln EUR zysku. Duża chłonność warszawskiego rynku i brak konkurencyjnych projektów powinny zagwarantować sukces komercyjny obu galerii. Potencjalne opóźnienia w uzyskaniu pozwoleń i zabezpieczenie finansowania wciąż stanowią ryzyko dla terminu realizacji tych inwestycji. Ze względu na ograniczenia natury finansowej nie spodziewalibyśmy się rozpoczęcia w 2013 r. innych projektów, których realizację planuje spółka (CH w Belgradzie i biurowiec w Bukareszcie).



J.W. Construction (Redukuj)

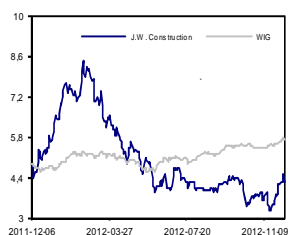
Cena bieżąca: 4 PLN

Cena docelowa: 4 PLN

Analityk: Piotr Zybala

Data ostatniej aktualizacji: 2012-08-01

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	620,0	378,6	-38,9%	262,8	-30,6%	367,1	39,7%	Liczba akcji (mln)	54,1
EBITDA	155,3	76,2	-51,0%	64,4	-15,4%	65,3	1,4%	MC (cena bieżąca)	216,3
marża EBITDA	25,0%	20,1%		24,5%		17,8%		EV (cena bieżąca)	975,6
EBIT	142,4	63,9	-55,2%	54,1	-15,3%	54,9	1,6%	Free float	27,3%
Zysk netto	92,0	31,3	-66,0%	19,2	-38,7%	18,7	-2,6%		
P/E	2,4	6,9		11,3		11,6		Zmiana ceny: 1m	17,5%
P/CE	2,1	5,0		7,3		7,5		Zmiana ceny: 6m	3,4%
P/BV	0,5	0,4		0,4		0,4		Zmiana ceny: 12m	-7,8%
EV/EBITDA	4,8	10,4		15,1		16,4		Max (52 tyg.)	8,4
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,3



Po trzech kwartałach 2012 r. JWC ma sprzedanych 511 mieszkań (-29% r/r). Komentarze spółki wskazują, że Q4 2012 r. jest pod względem sprzedaży znacznie lepszy, a spółka sprzedaje regularnie po około 100 mieszkań miesięcznie. Lepsza sprzedaż w końcu roku jest zapewne stymulowana programem Rodzina na Swoim, który zniknie z końcem grudnia oraz większą elastycznością cenową dewelopera. Utrzymanie marż i obecnego tempa sprzedaży będzie więc bardzo trudne w przyszłym roku. Przy zadłużeniu na poziomie 740 mln PLN, EV wynosi w JWC 970 mln PLN, czyli o 250 mln PLN więcej niż w Dom Development i o prawie 300 mln PLN więcej niż w Robygu. Po pierwszych trzech kwartałach 2012 sprzedaż mieszkań w JWC była o odpowiednio 54% i 37% niższa niż u wspomnianych deweloperów. Inne posiadane przez spółkę aktywa nie uzasadniają obecnej wyceny JWC. Łączny zysk brutto ze sprzedaży w pozostałych segmentach działalności (Hotele, Budownictwo, TBS) wyniósł w zeszłym roku około 7 mln PLN. W tym roku może być niższy. Rozpoczęcie budowy zaledwie 235 mieszkań w 2012 r. nie zapowiada dobrych wyników finansowych w latach 2013-2014. Podtrzymujemy negatywną rekomendację dla akcji JWC.

Szczecińska inwestycja JWC ratunkiem dla wyników spółki w latach 2012-2014

JWC systematycznie dokonuje rewaluacji swojej inwestycji komercyjnej w Szczecinie. Przy założeniu średnich czynszów na poziomie 14,9 EUR oraz stopy kapitalizacji równej 7,7% wartość gotowego obiektu szacujemy na 315 mln PLN. Przy budżecie budowy w wysokości 240 mln PLN zysk księgowy z realizacji projektu wynosi 75 mln PLN. Szacujemy, że do końca września 2012 r. JWC wykazało już około 35 mln PLN zysku z wyceny tego projektu. Obecnie komercjalizacja tej inwestycji jest na bardzo wstępnym etapie. Do końca kwietnia spółka zakłada osiągnięcie około 35% pre-let, który umożliwiłby uruchomienie kredytu. Umowa kredytowa nie jest jeszcze podpisana. Do czasu uzyskania kredyt bankowego i wymaganego poziomu przednajmu, inwestycja będzie wiązała się z dużym ryzykiem. Czynnikiem ryzyka są także przyjęte przez nas założenia odnośnie możliwych do osiągnięcia czynszów i stopy kapitalizacji. Przy stopie kapitalizacji równej 8% i średnim czynszu 14,0 EUR, całkowity zysk z inwestycji to tylko 45 mln PLN (EUR/PLN = 4,0). Realizacja budynku ma się zakończyć w 2014 lub 2015 r.

Realizacja planu inwestycyjnego wymusza dalszy wzrost zadłużenia

Na koniec września dług netto w JWC wyniósł 740 mln PLN (dług netto/kapitały własne = 151%). Realizacja programu inwestycyjnego (budowa Hanzy Tower, inwestycja przy ul. Kasprzaka) są uzależnione od dostępu do finansowania zewnętrznego. W czerwcu przyszłego roku spółka ma do wykupu obligacje o wartości 130 mln PLN. Spółka rozważa rolowanie bądź spłatę tego zadłużenia. Spłata obligacji nie jest obecnie możliwa ze środków własnych dewelopera, nawet gdyby spółka wstrzymała realizację nowych inwestycji. Rolowanie zadłużenia jest zatem konieczne, jeśli spółka chce uniknąć emisji akcji. Teoretycznym sposobem na spłatę obligacji byłaby sprzedaż części aktywów, co w praktyce może okazać się bardzo trudnym zadaniem. Posiadana przez Spółkę sieć hoteli 500 przynosi straty, a luksusowy hotel w Krynicy nie ma jeszcze wystarczająco długiej historii działalności by spółka mogła za niego osiągnąć satysfakcjonującą ofertę.

Kolejne projekty komercyjne muszą poczekać

Biurowiec przy Alejach Jerozolimskich w Warszawie nie został jeszcze wynajęty. Problem ze znalezieniem najemcy na gotowy do użytkowania biurowiec klasy B+ trwa już od około roku. Spółka posiada działki budowlane, na których planowana jest realizacja inwestycji komercyjnych w Warszawie i we Wrocławiu. Przy obecnych rezerwach finansowych JWC nie widzimy możliwości realizacji projektów komercyjnych.



PA Nova (Kupuj)

Cena bieżąca: 17,97 PLN Cena docelowa: 22,9 PLN

Analitik: Piotr Zybala

Data ostatniej aktualizacji: 2012-09-11

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	146,5	173,9	18,7%	182,7	5,1%	207,7	13,6%	Liczba akcji (mln)	10,0
EBITDA	27,9	32,5	16,3%	25,7	-21,0%	42,6	66,0%	MC (cena bieżąca)	179,4
marża EBITDA	19,1%	18,7%		14,1%		20,5%		EV (cena bieżąca)	406,3
EBIT	25,7	29,7	15,3%	22,6	-24,0%	39,5	75,3%	Free float	39,4%
Zysk netto	20,2	21,2	4,9%	18,3	-13,6%	22,4	22,7%		
P/E	8,9	8,5		9,8		8,0		Zmiana ceny: 1m	-10,5%
P/CE	8,0	7,5		8,4		7,0		Zmiana ceny: 6m	-18,0%
P/BV	0,8	0,7		0,7		0,6		Zmiana ceny: 12m	-24,4%
EV/EBITDA	9,2	8,2		15,8		9,5		Max (52 tyg.)	24,2
Dywid (%)	0,0	0,0		2,8		0,0		Min (52 tyg.)	14,6



Zakończenie budowy dwóch centrów handlowych w Q3 2012 zwiększy i ustabilizuje przyszłe zyski PA Novej. W 2013 r. roku ponad 60% zysku operacyjnego dewelopera będzie pochodziło z wynajmu powierzchni handlowej. Dzięki planowanym inwestycjom w segmencie komercyjnym, kolejne lata przyniosą dalszą poprawę wyniku. Sama inwestycja w centrum handlowe w Jaworznie, zwiększy wyniki segmentu o około 80%. Nie licząc jednak tej największej inwestycji w historii spółki, wzrost w kolejnych latach będzie odbywał się poprzez realizację małych obiektów handlowych, na które popyt w wciąż jest duży. Biorąc pod uwagę stopniową zmianę struktury wyniku P.A. Novej (wzrost udziału bezpiecznego segmentu wynajmu kosztem segmentu budowlano-deweloperskiego), spółka już dziś oferuje atrakcyjny poziom rentowności P/E(2012) równe 9,3. Perspektywy wzrostu zysków w kolejnych latach sprawiają, że P.A. Nova jest jedną z atrakcyjniejszych spółek w sektorze. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

W zobowiązaniach dominują kredyty długoterminowe

Ok. 90% zadłużenia P.A. Novej stanowią długoterminowe kredyty refinansujące galerie i parki handlowe. Odsetki od tych kredytów są spłacane z czynszów. Poziom wynajmu w posiadanych przez spółkę obiektach waha się między 80 a 100%, dzięki czemu spółka nie ma problemu z obsługą zadłużenia. Pozostałe kredyty dotyczą działalności budowlano-deweloperskiej (budowa obiektów dla operatorów handlowych). W przeciwieństwie do większości innych deweloperów komercyjnych (GTC, ECH, BBD, RNK), P.A. Nova nie finansuje działalności za pomocą obligacji.

Sprzedaż Galerii Miodowej szansą na dodatkowe zyski w 2013 r.

Działająca od końca sierpnia br. Galeria Miodowa w Kluczborku jest prawie w całości wynajęta, co czyni z niej idealny obiekt do ewentualnej sprzedaży w przyszłym roku. Zgodnie z przyjętą polityką rachunkowości, wartość nieruchomości w bilansie spółki jest równa poniesionym nakładom, które w przypadku Kluczborskiej inwestycji wyniosły około 38 mln PLN. Sprzedaż obiektu w przyszłym roku mogłaby przynieść spółce około 10 mln PLN zysku, którego nie zakładamy w naszych prognozach wyników i uwolnić około 20 mln PLN gotówki po spłacie kredytu inwestycyjnego.

Galeria w Jaworznie zyskową opcją na lata 2014-2015

Spółka prowadzi prace nad projektem i komercjalizacją Galerii Galena w Jaworznie (46 tys. m² GLA). Będzie to pierwszy nowoczesny obiekt handlowy w tym mieście. Rozpoczęcie inwestycji jest uzależnione od dwóch czynników: (1) dostępu do finansowania, (2) osiągnięcia satysfakcjonującego poziomu pre-let. P.A. Nova posiada grunt niezbędny do rozpoczęcia inwestycji. Zabezpieczenie wkładu własnego wymaga 45 mln PLN dodatkowych środków pieniężnych (zakładając LTV=70%). Spółka nie dysponuje taką rezerwą gotówkową, niemniej około 20 mln PLN mogłoby pochodzić ze sprzedaży galerii w Kluczborku. Przy naszych założeniach odnośnie braku wzrostu w segmencie budowlano-deweloperskim, spółka byłaby w stanie pozyskać brakującą gotówkę z bieżącej działalności. Budowa galerii rozpoczęłaby się na wiosnę 2014 r. Prognozy wyników P.A. Novej nawet bez inwestycji w Jaworznie wyglądają atrakcyjnie, stąd nasza pozytywna rekomendacja na spółkę nie zależy od realizacji tego projektu. Zysk ze sprzedaży gotowego obiektu po wybudowaniu mógłby wynieść ok. 70 mln PLN (mniej więcej 3-letnie zyski dewelopera). Pozostawienie centrum handlowego w portfelu nieruchomości na wynajem wiązałoby się ze wzrostem zysku operacyjnego Spółki o 26 mln PLN oraz zysku netto o 14 mln PLN rocznie.



Polnord (Trzymaj)

Cena bieżąca: 10,44 PLN Cena docelowa: 11,1 PLN

Analitik: Piotr Zybala

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	180,3	289,1	60,4%	283,2	-2,1%	254,4	-10,2%	Liczba akcji (mln)	25,6
EBITDA	50,4	78,5	55,7%	134,6	71,5%	50,4	-62,6%	MC (cena bieżąca)	267,6
marża EBITDA	28,0%	27,2%		47,5%		19,8%		EV (cena bieżąca)	857,2
EBIT	48,1	76,4	58,7%	133,0	74,2%	48,3	-63,7%	Free float	55,0%
Zysk netto	51,6	70,9	37,4%	17,2	-75,7%	11,9	-30,8%		
P/E	4,5	3,5		15,5		22,5		Zmiana ceny: 1m	-7,9%
P/CE	4,3	3,4		14,2		19,2		Zmiana ceny: 6m	-18,9%
P/BV	0,2	0,2		0,2		0,2		Zmiana ceny: 12m	-20,9%
EV/EBITDA	18,8	11,4		6,4		16,2		Max (52 tyg.)	19,9
Dywid (%)	8,2	3,1		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	10,0



Strategia spółki po sprzedaży gruntu pod centrum handlowe w Wilanowie opiera się na intensywnym rozwoju działalności mieszkaniowej przy jednoczesnym obniżaniu kosztów SG&A oraz zmniejszaniu zadłużenia. Wyniki Q3 2012 potwierdziły że Polnord jest na dobrej drodze do realizacji tych celów. W Q3 koszty SG&A spadły o 13% q/q i 24% r/r. Dzięki dezynwestycjom dług netto zredukowano o 45 mln PLN do 639 mln PLN na koniec września. Na koniec grudnia br. dług Polnordu spadnie poniżej 600 mln PLN. Plany Zarządu na 2013 r. zakładają dalszy spadek zadłużenia o 70 mln PLN. Redukcja kosztów SG&A ma w przyszłym roku wynieść 10%. Uważamy, że restrukturyzacja strony kosztowej w Polnordzie postępuje w zadowalającym tempie, a plany oszczędności na przyszły rok są realne. Restrukturyzacja strony przychodowej Polnordu może okazać się trudniejszym zadaniem. Strategia Zarządu zakłada sprzedaż docelowo 1500-2000 mieszkań rocznie. Realizacja tego celu wymaga podwojenia obecnej sprzedaży, co, w obliczu niekorzystnych prognoz dla rynku mieszkaniowego, może zająć kilka lat. Oznacza to, że w latach 2013-2014 wyniki dewelopera wciąż będą słabe. Znaczna wartość Polnordu jest zamrożona w postaci aktywów nieoperacyjnych o szacunkowej wartości rynkowej 750 mln PLN. Obecnie niemożliwe jest szybkie zbycie tych aktywów, a próba przyspieszenia dezynwestycji wiązałaby się z koniecznością wykazania strat finansowych i negatywną reakcją rynków. Podtrzymujemy neutralną rekomendację dla akcji Polnordu.

Aktywa nieoperacyjne - majątek, za który dziś płacimy niewiele

W raporcie za Q3 2012 spółka uporządkowała swój bank ziemi, przenosząc wszystkie grunty o innym przeznaczeniu niż mieszkaniowe (oraz te bez konkretnego przeznaczenia na dzień dzisiejszy) do nieruchomości inwestycyjnych. Wartość bilansowa tych gruntów to 740 mln PLN (szacujemy, że ich faktyczna wartość rynkowa może być o ponad 20% niższa i wynosi około 570 mln PLN). Drugą grupą aktywów nieoperacyjnych są wierzytelności w stosunku do miasta Warszawy i MPWiK w Warszawie. Ich wartość rynkową na koniec września szacujemy na 160 mln PLN. Do tego, przynajmniej częściowo, należy doliczyć wartość pożyczek udzielonych Fadesie oraz pozostałe aktywa zlokalizowane w Rosji. Łączną wartość rynkową nieoperacyjnych aktywów Polnordu szacujemy na około 750 mln PLN, co przewyższa zadłużenie spółki. Odzyskanie gotówki zamrożonej w tych aktywach będzie procesem długotrwałym i może wiązać się z wykazaniem strat księgowych. Przy mizernych wynikach podstawowej działalności, Polnord może z tego powodu wciąż być notowany z dużym dyskontem do NAV.

Coraz bliżej zabezpieczenia sytuacji finansowej

By można było powiedzieć, że ryzyko finansowe w Polnordzie schodzi na drugi plan, spółka musi poradzić sobie z obligacjami, które zapadają w okresie grudzień 2012-kwiecień 2013 na łączną kwotę 135 mln PLN. W kwestii bezpieczeństwa finansowego, spółka zrobiła duży postęp już w Q3 2012, w którym wyemitowała obligacje o łącznej wartości 128,5 mln PLN. Udział długu krótkoterminowego spadł od końca czerwca do końca września z 67% do 45%, a spółka zamknęła ostatni kwartał ze 131 mln PLN gotówki na kontach. Zakładając, że spośród obligacji zapadających do końca czerwca, większość zostanie zrolowana, realizacja planu inwestycyjnego Polnordu będzie niezagrażona pod kątem finansowania.

Grunty pod nowe projekty

W Q3 2012 Polnord nabył dwie działki pod przyszłe projekty mieszkaniowe w Trójmieście na 120 i 290 mieszkań. W listopadzie spółka podpisała porozumienie w sprawie wspólnej inwestycji mieszkaniowej na Woli w Warszawie, w której mogłoby powstać 100 tys. m² powierzchni mieszkaniowej i biurowej. Polnord zapowiada wejście w kolejne projekty mieszkaniowe na początku przyszłego roku. Wśród rozważanych lokalizacji znajduje się Kraków.



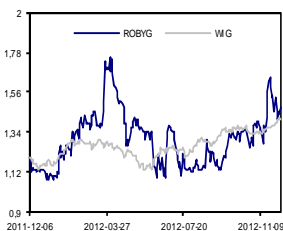
Robyg (Trzymaj)

Cena bieżąca: 1,47 PLN Cena docelowa: 1,45 PLN

Analitik: Piotr Zybala

Data ostatniej aktualizacji: 2012-12-10

(mIn PLN)	2010	2011	zmiana	2012P	zmiana	2013P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	284,8	160,5	-43,7%	394,2	145,6%	441,7	12,1%	Liczba akcji (mln)	257,9
EBITDA	47,6	11,6	-75,7%	68,6	492,1%	64,5	-5,9%	MC (cena bieżąca)	379,2
marża EBITDA	16,7%	7,2%		17,4%		14,6%		EV (cena bieżąca)	770,0
EBIT	46,9	10,7	-77,2%	67,5	531,7%	63,7	-5,6%	Free float	16,5%
Zysk netto	31,7	22,3	-29,6%	33,0	48,1%	29,9	-9,6%		
P/E	11,9	17,0		11,5		12,7		Zmiana ceny: 1m	8,0%
P/CE	11,7	16,3		11,1		12,4		Zmiana ceny: 6m	23,3%
P/BV	0,9	0,9		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	28,7%
EV/EBITDA	15,5	66,4		11,2		12,1		Max (52 tyg.)	1,8
Dywidenda (%)	0,0	4,8		8,2		6,8		Min (52 tyg.)	1,1



Wyniki Q3 2012 były sporym zaskoczeniem, głównie ze względu na wysoką marżę deweloperską. Wbrew widocznej tendencji na rynku mieszkaniowym, Robyg z kwartału na kwartał poprawia marżę na sprzedaży mieszkań. Szacujemy, że ta tendencja odwróci się już w Q4 2012. W wyniki wejda mniej rentowne inwestycje, co w połączeniu z mniejszą liczbą przekazanych mieszkań oznacza słaby wynik finansowy w ostatnim kwartale. 2012 r. spółka zakończy ze średnią marżą brutto na sprzedaży w wysokości około 24%. Spodziewamy się, że w przyszłym roku marża ta ulegnie obniżeniu do około 20%. Bardzo dobra kontraktacja mieszkań w 2012 r. przełoży się natomiast na wzrost liczby mieszkań rozliczonych w wyniku 2013 r. (prognoza: 1130 przekazania, +16% r/r). Pozytywnie na przyszłoroczne wyniki wpłynie także wycena biurowca na Wilanowie, którego budowa zakończy się w połowie przyszłego roku. Dobra kontraktacja mieszkań i zysk z wyceny nieruchomości inwestycyjnych wpłyną na ustabilizowanie wyników finansowych w kolejnych latach. Nasze prognozy na 2012 r. zakładają 33 mln PLN zysku netto i spadek wyniku do około 30 mln PLN w 2013 r. Dzięki realizacji rentownych inwestycji mieszkaniowych na gruntach zakupionych w 2012 r. spółka powinna utrzymać wynik finansowy w 2014 r. pomimo zakładanego scenariusza spadku cen mieszkań w 2013 r. Podtrzymujemy neutralną rekomendację dla akcji Robyga.

2013 r. pod znakiem niższych marż i walki o utrzymanie sprzedaży

Po dziewięciu miesiącach 2012 r. Robyg poprawił sprzedaż mieszkań o 4% r/r, podczas gdy kontraktacja u większości deweloperów notowanych na GPW uległa pogorszeniu. Abstrahując od względnie wysokiej jakości sprzedawanego przez Robyga produktu i dużej skuteczności działań sprzedażowych, wysokie tempo sprzedaży było najprawdopodobniej skutkiem większej niż u konkurencji elastyczności cenowej. Znaczenie miał też duży udział mieszkań kwalifikujących się do programu RnS. Nagrodą za bardzo dobrą sprzedaż było 114 mln PLN dodatknych przepływów pieniężnych w okresie I-IX 2012 i bezpieczna sytuacja finansowa. Kosztem będzie niższy poziom marż deweloperskich w przyszłym roku.

Ceny zakupu działek na Bemowie i w Wilanowie wsparciem dla marż w 2014 r.

W 2012 r. bank ziemi w Robygu powiększył się o dwie nowe działki na Bemowie na 300 (100% udziałów) i 1200 mieszkań (50% udziałów) oraz jedną działkę na Wilanowie, na której ma powstać 600 lokali. Ceny zakupu są atrakcyjne. Marże na realizacji pierwszych etapów na zakupionych gruntach szacujemy na 25-29%. Mieszkania z większej działki na Bemowie weszły do oferty Robyga już w Q3 2012. Uruchomienie sprzedaży na pozostałych działkach nastąpi w 2013 r. Przekazania mieszkań z wszystkich zakupionych działek powinny nastąpić jeszcze w 2014 r., korzystnie wpływając na osiągnięte przez Robyga marże. Szacujemy, że dzięki wprowadzeniu do sprzedaży wysokomarżowych inwestycji, Robyg uniknie dalszego spadku marży deweloperskiej w 2014 r., pomimo spadających cen mieszkań.

Zakończenie budowy E1 Wilanów Office Center w 2013 r.

Od początku bieżącego roku trwa budowa pierwszego etapu kompleksu biurowego Wilanów Office Center na ok. 8000 m² powierzchni najmu (Robyg ma 51% udziałów w inwestycji). Zakończenie budowy planowane jest na czerwiec 2013 r. W 2011 r. spółka dwukrotnie dokonała przeszacowania wartości działki, na której realizowany jest projekt. Sama inwestycja nie była jeszcze wyceniona do wartości godziwej, dlatego spodziewamy się jej przeszacowania po zakończeniu budowy w przyszłym roku. Obecny poziom wynajęcia wynosi około 25% i ogranicza się do powierzchni handlowej na parterze. Znalezienie najemców na część biurową kompleksu jest trudniejsze, dlatego prognozowanie terminu rozpoczęcia budowy kolejnych etapów kompleksu jest obciążone dużą niepewnością.

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

Departament Analiz:

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

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

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

Maklerzy:

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

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

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

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

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

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

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

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

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 48 89
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

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

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

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 księgową

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 księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

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

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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

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

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

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA.

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

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

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

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

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

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

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

Niniejszy Przegląd Miesięczny zawiera tylko i wyłącznie informacje uprzednio już opublikowane przez DI BRE Banku S.A. i stanowi jedynie ich zbiorcze i niezmiennione udostępnienie. Informacje, w tym rekomendacje, o których mowa w Przeglądzie Miesięcznym zostały zamieszczone w oddzielnych raportach, których daty wydania znajdują się na stronie 9 Przeglądu Miesięcznego. Zestawienie zmian rekomendacji, dokonanych w Przeglądzie Miesięcznym, znajduje się na stronie 10 niniejszego opracowania.

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

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

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

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

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

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące AB

rekomendacja	Akumuluj
data wydania	2012-10-05
kurs z dnia rekomendacji	19,48
WIG w dniu rekomendacji	43840,23

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Action

rekomendacja	Akumuluj
data wydania	2012-11-06
kurs z dnia rekomendacji	19,96
WIG w dniu rekomendacji	43567,60

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Alchemia

rekomendacja	Kupuj	Trzymaj
data wydania	2012-07-26	2012-11-16
kurs z dnia rekomendacji	5,13	4,73
WIG w dniu rekomendacji	39245,74	43845,94

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Asbis

rekomendacja	Trzymaj
data wydania	2012-11-06
kurs z dnia rekomendacji	2,53
WIG w dniu rekomendacji	43567,60

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Asseco Poland

rekomendacja	Kupuj	Trzymaj
data wydania	2012-08-17	2012-11-06
kurs z dnia rekomendacji	44,66	41,00
WIG w dniu rekomendacji	42408,41	43567,60

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Astarta

rekomendacja	Trzymaj	Kupuj
data wydania	2012-06-05	2012-08-09
kurs z dnia rekomendacji	51,95	63,25
WIG w dniu rekomendacji	37287,97	41254,00

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Budimex

rekomendacja	Akumuluj
data wydania	2012-08-06
kurs z dnia rekomendacji	54,70
WIG w dniu rekomendacji	40594,36

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Ciech

rekomendacja	Kupuj	Trzymaj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2012-05-15	2012-07-04	2012-09-04	2012-11-13
kurs z dnia rekomendacji	17,70	20,51	18,44	20,18
WIG w dniu rekomendacji	38500,68	40788,16	41731,43	43368,99

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Dom Development

rekomendacja	Redukuj
data wydania	2012-11-21
kurs z dnia rekomendacji	29,10
WIG w dniu rekomendacji	44438,93

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Echo

rekomendacja	Akumuluj
data wydania	2012-11-06
kurs z dnia rekomendacji	4,78
WIG w dniu rekomendacji	43567,60

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Famur

rekomendacja	Redukuj	Redukuj
data wydania	2012-06-05	2012-09-26
kurs z dnia rekomendacji	3,94	4,63
WIG w dniu rekomendacji	37287,97	43822,42

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Kernel

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj	Redukuj	Trzymaj
data wydania	2012-06-05	2012-08-09	2012-08-31	2012-11-06
kurs z dnia rekomendacji	58,00	72,30	68,10	63,70
WIG w dniu rekomendacji	37287,97	41254,00	41077,44	43567,60

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Kęty

rekomendacja	Trzymaj
data wydania	2012-08-28
kurs z dnia rekomendacji	116,80
WIG w dniu rekomendacji	41738,76

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące KGHM

rekomendacja	Kupuj
data wydania	2012-09-12
kurs z dnia rekomendacji	142,90
WIG w dniu rekomendacji	43010,58

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Kopex

rekomendacja	Zawieszona	Redukuj
data wydania	2012-05-07	2012-09-26
kurs z dnia rekomendacji	20,01	18,70
WIG w dniu rekomendacji	39888,00	43822,42

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Kruk

rekomendacja	Kupuj
data wydania	2012-03-29
kurs z dnia rekomendacji	50,90
WIG w dniu rekomendacji	41608,37

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Lotos

rekomendacja	Akumuluj
data wydania	2012-09-27
kurs z dnia rekomendacji	30,06
WIG w dniu rekomendacji	43462,14

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Netia

rekomendacja	Redukuj	Trzymaj	Redukuj
data wydania	2012-04-05	2012-06-05	2012-10-05
kurs z dnia rekomendacji	6,35	5,72	6,00
WIG w dniu rekomendacji	40754,08	37287,97	43840,23

DI BRE Banku nie wydał w ciągu ostatnich 9 miesięcy rekomendacji dotyczącej Police

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Puławy

rekomendacja	Redukuj	Redukuj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2012-04-05	2012-05-25	2012-07-04	2012-08-03
kurs z dnia rekomendacji	102,00	100,30	100,40	114,60
WIG w dniu rekomendacji	40754,08	36852,75	40788,16	39876,95

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Rovese

rekomendacja	Zawieszona	Redukuj	Trzymaj
data wydania	2012-06-14	2012-10-11	2012-11-06
kurs z dnia rekomendacji	3,40	2,56	2,36
WIG w dniu rekomendacji	39337,90	44234,24	43567,60

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Sygnity

rekomendacja	Akumuluj
data wydania	2012-09-10
kurs z dnia rekomendacji	14,24
WIG w dniu rekomendacji	42503,57

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące ZUE

rekomendacja	Akumuluj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2012-08-06	2012-10-05	2012-11-21
kurs z dnia rekomendacji	6,15	7,25	6,02
WIG w dniu rekomendacji	40594,36	43840,23	44438,93