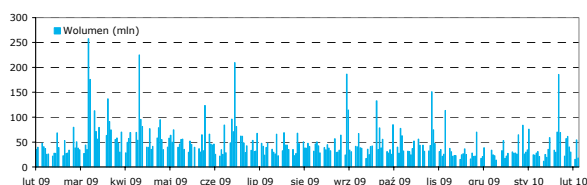
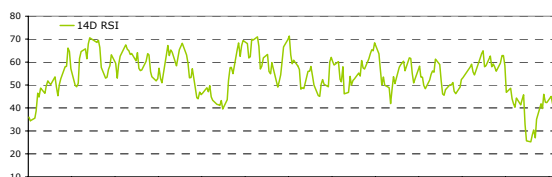
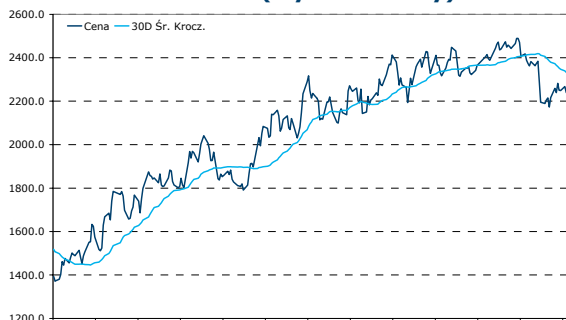




**WIG20 (wykres roczny)**

**WIG20 (największe wzrosty dzienne):**

Spółka	Zmiana %	cena
LOTOS	6.72	27.30
BRE	5.04	231.20
CYFRPLSAT	4.80	14.40
POLIMEXMS	4.73	4.21
KGHM	4.67	96.40

**WIG20 (największe spadki dzienne):**

Spółka	Zmiana %	cena
BIOTON	-5.26	0.18
CEZ AS	-0.46	130.00
PGNIG	0.28	3.55
AGORA	0.68	23.85
PBG	1.08	196.10

Źródło: Bloomberg

**WIG20 (wykres dzienny)**


Źródło: Bloomberg

**Stopy BC**

Repo	3.50%
Lomb	5.00%
Disc	3.75%

**WIBOR**

O/N	2.88%
1M	3.53%
1Y	4.35%

**Obligacje skarbowe**

1Y	3.52%
3Y	4.97%
10Y	6.11%

Źródło: Bloomberg

**WIG20 (największe wzrosty od początku roku):**

Spółka	Zmiana %	cena
TVN	6.51	15.22
AGORA	6.28	23.85
POLIMEXMS	6.05	4.21
CYFRPLSAT	5.88	14.40
GETIN	1.92	9.03

**WIG20 (największe spadki od początku roku):**

Spółka	Zmiana %	cena
CERSANIT	-22.74	12.71
BIOTON	-21.74	0.18
GTC	-18.87	20.81
LOTOS	-14.15	27.30
ASSECPOL	-11.91	55.45

Źródło: Bloomberg

## Przegląd informacji

### BRE Bank ogłosił strategię na lata 2010-2012

<b>BRE Bank</b>	<b>Trzymaj</b>	Bank poinformował o planach podwyższenia kapitału o maksymalnie 2 mld zł w drodze emisji akcji (do 20,8 mln akcji). Zarząd zaproponował 18 maja br. jako dzień ustalenia praw do akcji. Spółka-matka Commerzbank (69,8% udział) zadeklarowała, że wykona przysługujące prawo poboru w całości, a pozostałe 30,2% zagwarantuje prowadzący księgę popytu.
BRE PW		
Kurs akcji PLN	231.20	
Wycena	250.10	
Kapitalizacja€m	1,737.4	
Free Float	30.2%	
	EPS	P/E
FY08	29.1	8.0
FY09E	4.8	48.2
FY10E	15.9	14.6

Cele nowej strategii na lata 2010-2012:

- Średni wzrost przychodów: 10%
- ROE przed opodatkowaniem: 20%
- Wskaźnik Koszty/dochody na koniec 2012 roku: około 50%
- Kapitał Tier 1: 8-10%

#### Naszym zdaniem:

Informacja powinna mieć negatywny wpływ na notowania banku. Do dnia dzisiejszego bank zaprzeczał planom podwyższenia kapitału, z wyjątkiem możliwego przesunięcia kapitału Tier 2 do kapitału hybrydowego Tier 1 w związku z regulacjami KNF. Jednakże od dawna sugerowaliśmy, że inwestorzy powinni się liczyć z jednak podwyższeniem kapitału przez bank, który ma ograniczoną możliwość generowania kapitału wewnętrznego w przyszłości, zanim doczekają się dywidendy. Wśród pokrywanych przez nas banków z Europy Środkowo-Wschodniej BRE Bank ma najniższy współczynnik wypłacalności z kapitału podstawowego, szacowany na koniec 2009 roku na 6,6% (współczynnik kapitału Tier 2 na podobnym poziomie). Łączny współczynnik adekwatności kapitałowej BRE banku jest równy 11,5%.

Kierunek nowej strategii i jej cele oceniamy jako pozytywne, jednakże podwyższenie ROE przed opodatkowaniem (z 5,1% w 2009 roku) do 20% będzie trudniejsze do osiągnięcia w związku z redukcją dźwigni.

marta.czajkowska@kbcsecurities.pl

### Comp: zysk netto za IV kwartał poniżej oczekiwań

<b>Comp</b>	<b>Kupuj</b>	Zysk netto spółka za IV kw. 2009 roku wyniósł 13,9 mln zł (-32% r/r), 11% poniżej naszej prognozy w wysokości 15,5 mln zł. Wynik netto okazał się niższy od oczekiwań ze względu na niższą od oczekiwań marżę zysku brutto na sprzedaży i wyższe niż oczekiwano koszty sprzedaży i ogólnego zarządu. Przychody wyniosły 97,2 mln zł (-33% r/r), 12% powyżej naszej prognozy w wysokości 86,8 mln zł. Znaczny spadek rok-do-roku jest efektem dostawy sprzętu komputerowego w IV kw. 2008 roku, która jednorazowo zwiększyła przychody w okresie bazowym o 35 mln zł. Przychody za IV kw. 2009 roku przekroczyły nasze oczekiwania głównie na poziomie spółki-matki. Jednakże niższa niż zakładaliśmy marża zysku brutto na sprzedaży, która wyniosła w IV kw. 2009 roku 42,2% wobec oczekiwanych 45,6%, w połączeniu z wyższymi od naszej prognozy o 20% kosztami sprzedaży i ogólnego zarządu wpłynęła na zysk operacyjny, który wyniósł w omawianym kwartale 16,9 mln zł, 12% poniżej naszej prognozy w wysokości 19,1 mln zł.
CMP PW		
Kurs akcji PLN	68.00	
Wycena	75.00	
Kapitalizacja€m	54.0	
Free Float	74.1%	
	EPS	P/E
FY08	3.6	19.0
FY09E	4.6	14.6
FY10E	5.8	11.7

Pogorszenie wyników w IV kwartale jest widoczne zwłaszcza na poziomie spółki-matki, której zysk operacyjny wyniósł 5,7 mln zł, 41% poniżej

naszej prognozy w wysokości 9,7 mln zł. Jednakże zostało to w części zrównoważone przez wyższy niż oczekiwaliśmy operacyjny wynik spółki Safe Computing (9,5 mln zł wobec oczekiwanych 6,0 mln zł). Reasumując, jesteśmy nieco rozczarowani wynikami Compu za IV kwartał ub. roku i oczekujemy dzisiaj negatywnej reakcji rynku.

piotr.janik@kbcsecurities.pl

Comp: wyniki za IV kw. 2009 roku (mln PLN)	2009			Prognoza				
	4Q08	4Q09	Zmiana r/r	KBC	Różnica	2008	2009	Zmiana r/r
Przychody	145.8	97.2	-33.4%	86.8	11.9%	317.2	255.8	-19.4%
EBITDA	18.5	18.9	2.2%	21.1	-10.6%	24.8	31.0	25.2%
EBIT	16.8	16.9	0.7%	19.1	-11.7%	17.9	23.1	28.9%
Zysk netto	15.1	13.9	-8.1%	15.5	-10.6%	17.0	20.4	19.9%
<b>Margins</b>								
Marża EBITDA	12.7%	19.4%		24.3%		7.8%	12.1%	
Marża EBIT	11.5%	17.4%		22.0%		5.6%	9.0%	
Marża netto	10.4%	14.3%		17.9%		5.4%	8.0%	

Źródło: spółka, KBC Securities

## PGNiG: za wysoka podwyżka

**PGNiG**  
PGN PW

**Kupuj**

Prezes Urzędu Regulacji Energetyki Mariusz Swora oznajmił w piątek, że spółka żąda za wysokiej podwyżki taryf gazowych.

Kurs akcji PLN	3.55	
Wycena	4.15	
Kapitalizacja€m	5,328.8	
Free Float	15.2%	
	EPS	P/E
FY08	0.15	24.2
FY09E	0.12	28.8
FY10E	0.29	12.4

### Naszym zdaniem:

Oczekujemy, że decyzję URE poprzedzą długie negocjacje. PGNiG poinformowało wcześniej, że wnosi o podwyżkę poniżej 10% i spekulowaliśmy, że oczekiwania spółki mogą być rzędu 5-8%. Podstawą żądań spółki jest duży wzrost cen ropy naftowej przy stosunkowo niezmiennym kursie USD/PLN. Jednakże pragniemy zwrócić uwagę, że podwyżka taryf w kwietniu zależy głównie od tego, przez jaki okres będzie obowiązywać. W naszym modelu przyjęliśmy średnią roczną podwyżkę rzędu 4% na br. Oczekujemy lekko negatywnej reakcji rynku w związku z wypowiedzią Swory.

lajos.meszaros@kbcsecurities.hu

## GTC: komentarz po telekonferencji

**GTC**  
GTC PW

**Kupuj**

W piątek na telekonferencji spółka poruszyła następujące zagadnienia:

Kurs akcji PLN	20.81	
Wycena	24.52	
Kapitalizacja€m	1,160.1	
Free Float	53.3%	
	EPS	P/E
FY08	0.8	7.0
FY09E	-0.4	-13.6
FY10E	0.5	10.9

- 48% straty z rewaluacji w IV kwartale ub. roku miało źródło w spadku przyszłych stawek czynszu. Pozostała część ma związek z dekompresją stóp kapitalizacji (26% odpisów) i skorygowania wartości godziwej projektów zaksięgowanych w bilansie po kosztach. Księgowa strata z rewaluacji nie miała wpływu na zysk operacyjny ani cash flow spółki.
- W br. GTC rozważa sprzedaż jednej czy dwóch nieruchomości, prawdopodobnie z rynku polskiego.
- GTC podtrzymał plany rozpoczęcia realizacji budynków biurowych w Warszawie i Budapeszcie, a także centrów handlowych w Osijeku (Chorwacja) i Burgas (Bułgaria). Po uwzględnieniu zakończenia projektów w trakcie realizacji spółka zamierza zainwestować 200 mln-300 mln EUR w br. GTC podkreślił także, że 90% inwestycji w ub.r.

było finansowane kredytami zewnętrznymi i działalnością operacyjną.

- Na koniec ub. roku średnie ważone stopy kapitalizacji wykorzystane przy wycenie ukończonych nieruchomości w Polsce wyniosły 7,5%, a pozostałych krajach 8,2% (odpowiednio 7,2% i 8,3 na koniec III kw. 2009 roku).
- Na koniec ub. roku średnie stawki wynajmu w Polsce wyniosły dla portfela nieruchomości spółki 21 EUR/mkw. miesięcznie i 20 EUR/mkw. w pozostałych krajach (22 EUR w III kw. 2009 roku).
- Splata 56% zadłużenia spółki przypada w 2015 roku i później. Średni koszt finansowania na koniec IV kw. 2009 roku wyniósł 6,1%, natomiast średnie oprocentowanie na refinansowaniu kredytów w 2009 roku wyniosło około 5%. Pozycja gotówkowa spółki na koniec IV kw. ub. roku wyniosła 186 mln EUR w gotówce i ekwiwalentach pieniężnych + 29 mln EUR na krótkoterminowych depozytach.
- Zarząd spółki oczekuje, że na rynek nieruchomości w regionie zacznie powracać koniunktura w br. Według GTC, stawki wynajmu są bliskie osiągnięciu minimalnego poziomu, a stopy kapitalizacji ustabilizują się lub nawet zaczną spadać poczynając od 2010 roku na wybranych rynkach, co może spowodować odwrócenie ubiegłorocznych odpisów z rewaluacji. Ponadto, zarząd zakłada, że na polskim rynku odczuje się brak powierzchni komercyjnej już w II połowie br. ze względu na ograniczenie ekspansji przez deweloperów, którym trudno zdobyć finansowanie zewnętrzne. Kiedy podaż będzie ograniczona, stawki za wynajem powinny wrócić na ścieżkę wzrostu.

cezary.bernatek@kbcsecurities.pl

## Eurocash: komentarz po konferencji

<b>Eurocash</b>	<b>Kupuj</b>	
EUR PW		
Kurs akcji PLN	16.55	
Wycena	21.00	
Kapitalizacja€m	538.0	
Free Float	47.4%	
	EPS	P/E
FY08	0.60	27.6
FY09E	0.77	21.4
FY10E	1.00	16.5

W piątek na konferencji zwołanej przez spółkę z okazji publikacji wyników za IV kwartał ub. roku prezes Luis Amaral oznajmił, że popyt na polskim rynku w styczniu i lutym br. był słaby. Według prezesa, odpowiada za to pogoda, która powstrzymała konsumentów od częstych zakupów. Jednakże I kwartał jest tradycyjnie słaby sezonowo i nie traktuje się go jako wskaźnika przyszłych wyników. Amaral podtrzymał informację, że Eurocash nadal jest zainteresowany przejęciami i ma dobrą pozycję do takich transakcji dzięki dużym zasobom gotówki. Jednakże w polu zainteresowania spółki znajdują się przede wszystkim atrakcyjnie wycenione aktywa, które mogą podnieść wartość spółki dla akcjonariatu. Wyniki za IV kw. 2009 roku okazały się wyższe od prognoz zarządu i prezes wyraził swoje zadowolenie w związku z tym.

### Naszym zdaniem:

Kurs akcji spółki zareagował pozytywnie na wyniki za IV kwartał, jednak uważamy, że po piątkowej telekonferencji nastąpi podwyższenie konsensusu i wzmocnienie pozytywnego sentymentu w stosunku do Eurocashu wśród inwestorów. Sądzymy, że spółka jako niekwestionowany lider rynku o wyjątkowym modelu biznesowym zasługuje na jeszcze wyższą premię wobec polskich konkurentów. Oceniamy obecną wycenę jako atrakcyjną. Nasze prognozy na 2010 i 2011 rok są odpowiednio o 9% i 15% wyższe od konsensusu.

kamil.szlaga@kbcsecurities.pl

## Prognozy wyników kwartalnych

### BZ WBK: prognoza wyników za IV kw. 2009 roku

<b>BZ WBK</b>	<b>Kupuj</b>	2 marca br. bank przedstawi swoje wyniki za IV kw. 2009 roku.
BZW PW		Prognozujemy 200,1 mln zł zysku netto w IV kw. 2009 roku (-24,1% kw./kw.), powyżej obecnego konsensusu na poziomie 191,0 mln zł (przedział 159 mln-215 mln zł według PAP). Uważamy, że konsensus niedoszacował przychodów, natomiast przecenił wpływ sezonowości kosztów (głównie premii wypłacanej pracownikom). Podchodzimy trochę ostrożniej do jakości aktywów, natomiast nasza prognoza kosztu ryzyka jest bardziej optymistyczna w porównaniu z wstępną prognozą zarządu banku, która zakładała koszt ryzyka na 150 pb w całym 2009 roku, co implikuje około 170 pb w IV kwartale. Biorąc pod uwagę oczekiwane ożywienie gospodarcze, prognozujemy koszt ryzyka w IV kw. ub. roku na około 155 pb.
Kurs akcji PLN	175.00	
Wycena	196.20	
Kapitalizacja m€	3,249.4	
Free Float	29.6%	
	EPS	P/E
FY08	11.7	14.9
FY09E	11.5	15.2
FY10E	13.8	12.7

### BZ WBK: prognoza wyników za IV kw. 2009 roku

	4Q08	3Q09	4Q09P	Zmiana (%)		12M08	12M09P	Zmiana (%)
(mln PLN)	MSSF	MSSF	MSSF	r/r	kw./kw.	MSSF	MSSF	r/r
Wynik z tyt. odsetek	428.5	412.9	427.0	-0.3	3.4	1,635.1	1,556.4	-4.8
Wynik z tytułu opłat i prowizji	333.3	345.2	357.8	7.4	3.7	1,389.7	1,352.3	-2.7
Wynik na działalności handlowej	3.5	60.8	53.3	1,422.6	-12.4	165.2	317.4	92.1
Pozostały zysk	21.0	7.8	14.1	-33.0	80.0	68.0	44.7	-34.2
<b>Wynik pozaodsetkowy</b>	<b>357.8</b>	<b>413.8</b>	<b>425.2</b>	<b>18.8</b>	<b>2.7</b>	<b>1,622.9</b>	<b>1,714.5</b>	<b>5.6</b>
<b>Przychody łączne</b>	<b>786.2</b>	<b>826.7</b>	<b>852.2</b>	<b>8.4</b>	<b>3.1</b>	<b>3,258.0</b>	<b>3,270.8</b>	<b>0.4</b>
Koszty ogólne i administracji	-392.0	-382.2	-428.0	9.2	12.0	-1,547.2	-1,492.1	-3.6
Pozostałe koszty	-13.3	-6.3	-5.5	-59.0	-13.9	-27.7	-23.2	-16.2
<b>Koszty ogółem</b>	<b>-405.3</b>	<b>-388.6</b>	<b>-433.4</b>	<b>6.9</b>	<b>11.5</b>	<b>-1,682.1</b>	<b>-1,639.4</b>	<b>-2.5</b>
<b>Zysk operacyjny</b>	<b>380.9</b>	<b>438.2</b>	<b>418.7</b>	<b>9.9</b>	<b>-4.4</b>	<b>1,575.9</b>	<b>1,631.5</b>	<b>3.5</b>
Saldo rezerw	300.9	97.2	146.7	-51.2	50.9	364.6	527.3	44.7
<b>Zysk operacyjny netto</b>	<b>80.0</b>	<b>340.9</b>	<b>272.0</b>	<b>239.9</b>	<b>-20.2</b>	<b>1,211.4</b>	<b>1,104.2</b>	<b>-8.9</b>
Zysk nadzwyczajny	0.0	0.0	0.0	n.m.	n.m.	0.0	0.0	n.m.
Odpis wartości firmy z konsolidacji	0.0	0.0	0.0	n.m.	n.m.	0.0	0.0	n.m.
<b>Zysk brutto</b>	<b>80.0</b>	<b>340.9</b>	<b>272.0</b>	<b>239.9</b>	<b>-20.2</b>	<b>1,211.4</b>	<b>1,104.2</b>	<b>-8.9</b>
Opodatkowanie	-23.3	-65.5	-58.9	152.6	-10.0	256.3	212.0	-17.3
Udział w zyskach podmiotów pow.	0.4	2.8	0.9	163.1	-67.2	-0.8	0.4	-154.2
Zysk/strata akcjonariuszy mniejsz.	-16.2	-14.6	-13.9	-14.2	-4.7	-98.8	-51.8	-47.6
<b>Zysk netto</b>	<b>40.8</b>	<b>263.7</b>	<b>200.1</b>	<b>389.9</b>	<b>-24.1</b>	<b>855.4</b>	<b>840.7</b>	<b>-1.7</b>

Źródło: BZ WBK, KBC Securities

marta.czajkowska@kbcsecurities.pl

## AmRest: prognoza wyników za IV kw. 2009 roku

<b>Amrest</b>	<b>Kupuj</b>	1 marca spółka opublikuje swoje wyniki za IV kw. 2009 roku.
EAT PW		Prognozujemy 7,0 mln zł zysku netto w porównaniu z 17,3 mln zł straty netto rok temu i 15,8 mln zł zysku netto po skorygowaniu o odpisy na Sfinksa. Wynik netto w IV kwartale był pod wpływem słabej sprzedaży w ujęciu rok-do-roku I pogorszenia marży EBITDA, zwłaszcza w Polsce na niekluczowych rynkach.
Kurs akcji PLN	78.00	<b>Sprzedaż</b> w IV kw. 2009 roku prognozujemy na 486,4 mln zł (płasko rok-do-roku) opierając się na publikowanych danych miesięcznych. Sprzedaż na rynku amerykańskim spadła w omawianym kwartale o 8,1%, natomiast w krajach europejskich wzrosła o 3,5% r/r. Na poziom przychodów na rynkach europejskich wpływało spowolnienie gospodarcze (lekko ujemna sprzedaż w porównywalnych sklepach) i mniej korzystne kursy wymiany walut, zwłaszcza RUB/PLN. Negatywnie na wynik sprzedaży na rynku amerykańskim wpłynęło umocnienie PLN względem USD. Oczekujemy spadku przychodów w IV kw. 2009 roku o 7% w ujęciu dolarowym.
Wycena	95.00	
Kapitalizacja€m	281.1	
Free Float	90.5%	
EPS	P/E	
FY08	1.70	45.8
FY09E	3.06	25.5
FY10E	4.82	16.2

**Zysk operacyjny** prognozujemy na 14,0 mln zł (-43,8% r/r w ujęciu skorygowanym, bez odpisów na Sfinksa. Uważamy, że płaska sprzedaż w IV kwartale negatywnie wpłynie na marżę EBITDA, szczególnie w Polsce I niekluczowych rynkach. Z drugiej strony, oczekujemy, że marża EBITDA w Rosji wzrośnie rok-do-roku pod wpływem restrukturyzacji, a w Czechach marża utrzyma się na niezmiennym poziomie.

<b>AmRest: : prognoza wyników za IV kw. 2009</b>						
(mln PLN)	<b>4Q08</b>	<b>4Q09P</b>	<b>Zmiana r/r</b>	<b>2008</b>	<b>2009P</b>	<b>Zmiana r/r</b>
<b>Sprzedaż</b>	<b>488.0</b>	<b>486.4</b>	<b>-0.3%</b>	<b>1427.4</b>	<b>2016.3</b>	<b>41.3%</b>
Koszty operacyjne	-496.3	-472.4	-4.8%	-1346.3	-1941.1	44.2%
<b>EBIT</b>	<b>-8.2</b>	<b>14.0</b>	<b>n.m.</b>	<b>81.1</b>	<b>75.2</b>	<b>-7.3%</b>
Skor. EBIT	24.9	14.0	-43.8%	81.1	75.2	-7.3%
Działalność finansowa netto	-6.8	-5.0	-26.3%	-18.8	-16.2	-13.8%
<b>Zysk netto</b>	<b>-17.3</b>	<b>7.0</b>	<b>n.m.</b>	<b>24.1</b>	<b>43.3</b>	<b>79.7%</b>
Skor. zysk netto	15.8	7.0	-55.6%	50.3	46.1	-8.4%
EBITDA	44.3	38.6	-12.8%	152.1	173.8	14.2%
Marża EBIT	-1.7%	2.9%		5.7%	3.7%	
Skor. marża EBIT	5.1%	2.9%		5.7%	3.7%	
Marża EBITDA	9.1%	7.9%		10.7%	8.6%	
Marża netto	-3.6%	1.4%		1.7%	2.1%	
Skor. marża netto	3.2%	1.4%		3.5%	2.3%	

Źródło: AmRest, KBC Securities

kamil.szlaga@kbcsecurities.pl

## Emperia: prognoza wyników za IV kw. 2009 roku

<b>Emperia</b>	<b>Trzymaj</b>	1 marca spółka opublikuje swoje wyniki za IV kw. 2009 roku. Prognozujemy 23,6 mln zł zysku netto (+24,3% r/r) pod wpływem poprawy sprzedaży i wyższych marż w segmencie hurtowym i detalicznym.
EMP PW		Prognozujemy w IV kwartale 1 431,5 mln zł przychodów (+9,9% r/r), zgodnie z konsensusem na poziomie 1 302,9 mln zł. Sprzedaż w segmencie hurtowym i detalicznym prognozujemy odpowiednio na 922,8 mln zł (+4,1% r/r, pod wpływem dodatkowej sprzedaży w porównywalnych sklepach i wzrostu liczby klientów w sklepach franszizowych) i 503,3 mln zł (+21,6% r/r, pod wpływem ekspansji sieci Stokrotka i Delima oraz poprawy sprzedaży w porównywalnych sklepach).
Kurs akcji PLN	82.95	Zysk operacyjny w IV kw. 2009 roku prognozujemy na 34,2 mln zł (+56,1% r/r), 20% powyżej konsensusu na poziomie 19,9 mln zł. Pozytywnie na wynik operacyjny w IV kwartale wpływały wyższe marże zarówno w segmencie hurtowym, jak i detalicznym. Oczekujemy marży hurtowej w IV kw. 2009 roku rzędu 2,5% (2,1% w III kwartale i bez większej zmiany w stosunku do marży w II kwartale ub. roku). W IV kwartale widać sezonowy wpływ rocznych premii. Oczekujemy w omawianym okresie marży operacyjnej w wysokości 1,24% (niewielki wzrost w porównaniu z marżą w III kw. 2009 roku) ze względu na sezonowy wzrost konsumpcji.
Wycena	90.00	
Kapitalizacja€m	316.3	
Free Float	86.2%	
	EPS	P/E
FY08	3.92	21.2
FY09E	5.01	16.6
FY10E	6.01	13.8

### Emperia: prognoza wyników za IV kw. 2009

(mln PLN)	4Q08	4Q09P	Zmiana r/r	2008	2009P	Zmiana r/r
<b>Sprzedaż</b>	1302,9	1431,5	9,9%	5257,1	5531,4	5,2%
EBIT	21,9	34,2	56,1%	96,0	120,6	25,7%
<b>Zysk netto</b>	19,0	23,6	24,3%	59,0	75,8	28,5%
EBITDA	40,7	50,3	23,6%	148,9	183,5	23,2%
Marża EBITDA	3,1%	3,5%		2,8%	3,3%	
Marża EBIT	1,7%	2,4%		1,8%	2,2%	
Marża netto	1,5%	1,6%		1,1%	1,4%	

Źródło: spółka, KBC Securities

### Emperia: prognoza KBC i konsensus

(mln PLN)	Konsensus	KBC	Różnica
<b>Sprzedaż</b>	1428,0	1431,5	0%
EBIT	28,5	34,2	20%
<b>Zysk netto</b>	19,9	23,6	18%
EBITDA	46,3	50,3	9%
Marża EBIT	2,0%	2,4%	
Marża netto	1,4%	1,6%	
Marża EBITDA	3,2%	3,5%	

Źródło: KBC Securities, PAP

kamil.szlaga@kbcsecurities.pl

## Echo Investment: prognoza wyników za IV kw. 2009 roku

<b>Echo Investment</b> ECH PW	<b>Kupuj</b>	1 marca spółka przedstawi swoje wyniki za IV kwartał 2009 roku. Oczekujemy 15,1 mln zł zysku netto (-49,5% r/r i +12,0% kw./kw.), 24,7% poniżej konsensusu (według PAP). Zakładamy negatywny wpływ znacząco niższej sprzedaży segmentu mieszkaniowego i jednorazowej straty z tytułu pozostałej działalności operacyjnej.
Kurs akcji PLN	3.90	
Wycena	4.74	
Kapitalizacja€m	416.2	Łączne przychody prognozujemy w IV kwartale 2009 roku na 94,6 mln zł (-42,7% r/r), 1,4% powyżej konsensusu. Spodziewamy się 74,3 mln zł (+3,7% r/r i -3,7% kw./kw.) przychodów z tytułu wynajmu pod wpływem wyższej sprzedaży w segmencie biurowym. Natomiast w segmencie mieszkaniowym
Free Float	59.5%	Prognozujemy 81,1% spadek r/r przychodów do 17,9 mln zł pod wpływem
	EPS	P/E
FY08	0.25	15.7
FY09E	0.24	16.4
FY10E	0.36	10.8

Zysk brutto na sprzedaży prognozujemy na 61,7 mln zł, podobnie do wyniku w III kwartale 2009 roku (-40,1% r/r). Spadek rok-do-roku jest, według naszej oceny, efektem niższych przychodów w omawianym kwartale w porównaniu do okresu bazowego. Po uwzględnieniu oczekiwanego mniejszego udziału przychodów mieszkaniowych w łącznych przychodach z 57,2% w IV kw. 2008 do 18,9% w IV kw. 2009 roku, Prognozujemy wzrost marży zysku brutto na sprzedaży do 65,3% (+2,8 pp r/r).

Zysk operacyjny przez rewaluację prognozujemy w IV kw. 2009 roku na 31,6 mln zł (-66,0% r/r i -35,1% kw./kw.) pod wpływem niższej marży zysku na sprzedaży i 14,1 mln zł jednorazowej straty na pozostałej działalności operacyjnej (utworzenie rezerw). W stosunku do III kw. 2009 roku niższy zysk operacyjny przez rewaluację jest efektem znacznie słabszego wyniku na pozostałej działalności operacyjnej w omawianym okresie. Prognozujemy marżę operacyjną przed rewaluacją w IV kwartale na 33,4% (56,4% w IV kw. 2008 roku).

Prognozujemy w IV kw. 2009 roku 44,9 mln zł straty z rewaluacji w porównaniu z 455,9 mln zł zysku w IV kw. 2008 i 143,6 mln zł straty w III kw. 2009 roku. Na taki wynik wpłynęło umocnienie PLN w stosunku do EUR pod koniec IV kwartału w połączeniu z niewielkim spadkiem poziomu czynszów wynajmu w bieżącym portfelu projektów spółki w 2009 roku, do pewnego stopnia zrównoważone przez dodatnia rewaluację w związku z zakończeniem realizacji II etapu kompleksu biurowego Malta w Poznaniu. Strata z Oczekujemy, że rewaluacja w IV kw. 2009 roku obniży wynik operacyjny (z rewaluacją) do -13,3 mln zł (548,9 mln zł w IV kw. 2008 roku), poniżej konsensusu na poziomie 4,2 mln zł (według PAP).

Oczekujemy 32,2 mln zł zysku na działalności finansowej netto w IV kwartale w porównaniu z 117,5 mln zł w III kw. i 499,1 mln zł straty w IV kw. 2008 roku. Po uwzględnieniu wpływu umocnienia PLN wobec EUR Prognozujemy zrównoważenie ujemnego wyniku z rewaluacji przez aktualizację derywatów i przeszacowanie kredytu denominowanego w EUR.

<b>Echo Investment:</b> prognoza wyników za IV kw. 2009							
<b>(mln PLN)</b>	<b>4Q08</b>	<b>3Q09</b>	<b>4Q09P</b>	<b>r/r</b>	<b>kw./kw.</b>	<b>Konsensus</b>	<b>Różnica</b>
<b>Łączne przychody</b>	<b>165.1</b>	<b>98.2</b>	<b>94.6</b>	<b>-42.7%</b>	<b>-3.7%</b>	<b>93.5</b>	<b>1.2%</b>
Przychody z wynajmu powierzchni komercyjnej	61.3	61.8	61.0	-0.5%	-1.3%		
Przychody mieszkaniowe	94.4	23.1	17.9	-81.1%	-22.5%		
Przychody z wynajmu powierzchni biurowej	10.4	13.8	13.4	28.7%	-3.3%		
Pozostałe przychody	-1.0	-0.4	2.4	-333.8%	-626.5%		
<b>Koszt towarów sprzedanych</b>	<b>62.1</b>	<b>35.5</b>	<b>32.9</b>	<b>-47.1%</b>	<b>-7.3%</b>		
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>103.0</b>	<b>62.7</b>	<b>61.7</b>	<b>-40.1%</b>	<b>-1.6%</b>		
<i>Marża zysku brutto na sprzedaży</i>	62.4%	63.9%	65.3%				
Koszty sprzedaży	5.4	3.3	4.4	-18.7%	30.9%		
Koszty ogólnego zarządu	12.1	9.1	11.7	-3.9%	28.3%		
Pozostały wynik operacyjny	7.6	-1.6	-14.1	n.a.	798.0%		
<b>EBIT (bez rewaluacji)</b>	<b>93.1</b>	<b>48.7</b>	<b>31.6</b>	<b>-66.0%</b>	<b>-35.1%</b>		
<i>Marża EBIT (bez rewaluacji)</i>	56.4%	49.6%	33.4%				
<b>Wynik z rewaluacji</b>	<b>455.9</b>	<b>-143.6</b>	<b>-44.9</b>	<b>n.a.</b>	<b>-68.8%</b>		
<b>EBIT (z rewaluacją)</b>	<b>548.9</b>	<b>-94.9</b>	<b>-13.3</b>	<b>n.a.</b>	<b>-86.0%</b>	<b>0.7</b>	<b>n.a.</b>
<i>Marża EBIT (z rewaluacją)</i>	332.4%	-96.6%	-14.0%			0.7%	
Wynik na działalności finansowej netto	-499.1	117.5	32.2	n.a.	-72.6%		
<b>Zysk brutto</b>	<b>49.8</b>	<b>22.6</b>	<b>18.9</b>	<b>-61.9%</b>	<b>-16.2%</b>		
Opodatkowanie	19.8	9.1	3.8	-80.7%	-58.0%		
<b>Zysk netto</b>	<b>29.9</b>	<b>13.5</b>	<b>15.1</b>	<b>-49.5%</b>	<b>12.0%</b>	<b>19.1</b>	<b>-20.8%</b>
<i>Marża netto</i>	18.1%	13.8%	16.0%			20.4%	

Źródło: Echo, KBC Securities

cezary.bernatek@kbcsecurities.pl

## Harmonogram publikacji wyników

Spółka	Ticker	Data publikacji
Agora	AGO PW	23 lutego
Amrest	EAT PW	1 marca
Asseco	ACP PW	19 marca
Asseco SL	ACS PW	11 marca
Bank Millennium	MIL PW	10 lutego
Bank Pekao	PEO PW	3 marca
Bioton	BIO PW	1 marca
BRE Bank	BRE PW	9 lutego
Budimex	BDX PW	24 lutego
BZ WBK	BZW PW	2 marca
Cersanit	CST PW	1 marca
Cinema City	CCI PW	15 marca
Comarch	CMR PW	1 marca
Comp	CMP PW	26 lutego
Cyfrowy Polsat	CPS PW	18 marca
Dom Development	DOM PW	15 marca
Echo Investment	ECH PW	1 marca
Elstar Oils	ELS PW	20 marca
Emperia	EMP PW	1 marca
Empik M & F	EMF PW	16 lutego
Eurocash	EUR PW	26 lutego
Getin Holding	GTN PW	18 marca
Lotos	LTS PW	23 lutego
GTC	GTC PW	26 lutego
ING BSK	BSK PW	17 lutego
JW Construction	JWC PW	17 marca
Kęty	KTY PW	11 lutego
KGHM	KGH PW	26 lutego
LC Corp	LCC PW	22 marca
LPP	LPP PW	18 lutego
Netia	NET PW	22 lutego
NG2	CCC PW	25 lutego
Nowa Gala	CNG PW	22 marca
PBG	PBG PW	22 marca
PGNiG	PGN PW	22 marca
PKN ORLEN	PKN PW	25 lutego
PKO BP	PKO PW	15 marca
Polimex	PXM PW	1 marca
Ronson	RON PW	10 marca
Sygnity	SGN PW	11 marca
TPSA	TPS PW	23 lutego
TVN	TVN PW	18 lutego
Vistula	VST PW	22 marca

## Spółki pokrywane

Spółka	Ticker	Rekomendacja	Cena	Wycena	Potencjał wzrostu (%)	C/Z 09E	C/Z 10E
Agora	AGO PW	Sprzedaj	24.41	19.00	-22.2	32.9	26.1
Amrest	EAT PW	Kupuj	77.90	95.00	22.0	25.5	16.2
Asseco	ACP PW	Kupuj	55.50	76.00	36.9	10.4	10.0
Asseco SL	ACS PW	Kupuj	22.00	30.00	36.4	12.9	9.5
Bank Millennium	MIL PW	Trzymaj	3.94	3.93	-0.3	-64.7	20.2
Bank Pekao	PEO PW	Sprzedaj	157.90	135.50	-14.2	17.2	16.2
Bioton	BIO PW	Sprzedaj	0.18	0.15	-16.7	n.m.	3.7
BRE Bank	BRE PW	Trzymaj	223.00	250.10	12.2	46.4	14.0
BZ WBK	BZW PW	Kupuj	175.40	196.20	11.9	15.2	12.7
Cersanit	CST PW	Trzymaj	12.83	14.70	14.6	n.m.	18.3
Cinema City	CCI PW	Trzymaj	36.00	21.00	-41.7	20.8	25.8
Comarch	CMR PW	Trzymaj	99.80	95.00	-4.8	31.3	20.0
Comp	CMP PW	Kupuj	68.00	75.00	10.3	14.6	11.7
Cyfrowy Polsat	CPS PW	Trzymaj	14.55	13.40	-7.9	17.7	15.0
Dom Development	DOM PW	Trzymaj	47.10	42.51	-9.7	14.6	17.5
Echo Investment	ECH PW	Kupuj	3.90	4.74	21.5	16.4	10.8
Elstar Oils	ELS PW	Kupuj	7.75	8.10	4.5	19.5	13.2
Emperia	EMP PW	Trzymaj	82.80	90.00	8.7	16.5	13.8
Empik M & F	EMF PW	Kupuj	14.50	16.50	13.8	19.8	16.4
Eurocash	EUR PW	Kupuj	16.20	21.00	29.6	20.9	16.1
Getin Holding	GTN PW	Kupuj	9.05	9.90	9.4	25.6	15.3
Grupa Lotos	LTS PW	Kupuj	27.35	32.00	17.0	4.3	6.3
GTC	GTC PW	Kupuj	21.20	24.52	15.7	-13.9	11.1
ING BSK	BSK PW	Kupuj	668.50	744.90	11.4	13.7	12.8
JW Construction	JWC PW	Kupuj	11.90	14.47	21.6	6.9	5.3
Kęty	KTY PW	Trzymaj	113.80	117.00	2.8	17.2	14.7
KGHM	KGH PW	Kupuj	99.30	110.00	10.8	8.5	8.8
LC Corp	LCC PW	Kupuj	1.47	1.84	25.2	-46.9	21.9
LPP	LPP PW	Trzymaj	1,869.00	1,855.00	-0.7	31.4	16.7
Netia	NET PW	U.R.	4.80			n.m.	21.4
NG2	CCC PW	Trzymaj	55.50	53.90	-2.9	23.6	16.7
Nowa Gala	CNG PW	Kupuj	3.22	3.00	-6.8	14.1	12.4
PGNiG	PGN PW	Kupuj	3.54	4.15	17.2	28.7	12.3
PKN Orlen	PKN PW	Sprzedaj	32.51	28.20	-13.3	12.3	10.1
PKO BP	PKO PW	Trzymaj	37.01	38.10	2.9	17.0	14.9
Ronson	RON PW	Kupuj	1.47	1.77	20.4	20.5	10.0
Sygnity	SGN PW	Sprzedaj	12.43	12.00	-3.5	n.m.	n.m.
TPSA	TPS PW	U.R.	15.51			14.6	12.8
TVN	TVN PW	Kupuj	15.85	16.50	4.1	23.6	28.9
Vistula Group	VST PW	Kupuj	2.93	3.40	16.0	17.1	17.3

## Lista kontaktów

### Analitycy

<b>Dyrektor, Banki</b>	Mark MacRae, CFA	+48 22 581 08 06	<i>mark.macrae@kbcsecurities.pl</i>
<b>Banki</b>	Marta Czajkowska-Baldyga	+48 22 581 08 09	<i>marta.czajkowska@kbcsecurities.pl</i>
	Michał Konarski	+48 22 581 08 22	<i>micHAL.konarski@kbcsecurities.pl</i>
<b>Paliwa, Farmaceutyki</b>	Peter Tordai	+36 1 483 40 46	<i>peter.tordai@kbcsecurities.hu</i>
	Barbara Jánosi	+36 1 483 40 56	<i>barbara.janosi@kbcsecurities.hu</i>
	Olena Kyrylenko	+36 1 483 40 66	<i>olena.kyrylenko@kbcsecurities.hu</i>
	Lajos Meszaros	+36 1 483 40 66	<i>lajos.meszaros@kbcsecurities.hu</i>
	Peter Csaszar	+36 1 483 40 36	<i>peter.csaszar@kbcsecurities.hu</i>
<b>Telekomunikacja, Media, IT</b>	Leszek Iwaszko, CFA	+48 22 581 08 08	<i>leszek.iwaszko@kbcsecurities.pl</i>
	Piotr Janik	+48 22 581 09 19	<i>piotr.janik@kbcsecurities.pl</i>
<b>Handel Detaliczny</b>	Kamil Szlaga	+48 22 581 08 18	<i>kamil.szlaga@kbcsecurities.pl</i>
<b>Przemysł, Metale</b>	Robert Maj	+48 22 581 08 24	<i>robert.maj@kbcsecurities.pl</i>
<b>Nieruchomości</b>	Lucian Albulescu	+40 21 40 84 219	<i>lucian.albulescu@kbcsecurities.ro</i>
	Cezary Bernatek	+48 22 581 08 20	<i>cezary.bernatek@kbcsecurities.pl</i>
<b>Koordynator</b>	Piotr Owdziej	+48 22 581 09 18	<i>piotr.owdziej@kbcsecurities.pl</i>
<b>Tłumacz</b>	Renata Kania	+48 22 581 08 23	<i>renata.kania@kbcsecurities.pl</i>

### Departament Sprzedaży Detalicznej

	Urszula Kowalska	+48 22 581 07 99	<i>urszula.kowalska@kbcsecurities.pl</i>
--	------------------	------------------	--

KBC Securities NV  
Havenlaan 12  
Avenue du Port  
1080 Brussels  
Belgium  
Tel.: +32 2 417 44 04  
Fax: +32 2 429 47 07

KBC Securities NV Polish  
Branch  
Ul. Chmielna 85/87  
00 – 805 Warsaw  
Poland  
Tel.: +48 22 581 08 00  
Fax: +48 22 581 08 01

Patria Finance as  
Jungmanlistopadaa 24  
110 00 Praha 1  
Czech Republic  
Tel.: +420 221 424 111  
Fax: +420 221 424 204

KBC Securities NV Hungarian  
Branch  
Vigadó tér 1  
1051 Budapest  
Hungary  
Tel.: +361 483 4005  
Fax: +36 1 483 4001

KBC Financial Products  
140 East 45th Street  
2 Grand Central Tower - 42nd Floor  
NY 10017-3144 New York, US  
Tel.: +1 212 845 22 89  
Tel.: +1 866 917 88 88 (toll free)  
Fax: +1 212 845 2100

KBC Financial Products UK Limited  
111 Old Broad Street  
London, UK  
EC2N 1FP  
Tel.: +44 20 7614 6000  
Fax: +44 20 7614 6100

Niniejsze opracowanie jest przeznaczone dla Klientów KBC Securities NV Oddział w Polsce, przy czym może być ono dystrybuowane do innych osób oraz do środków masowego przekazu. Niniejsze opracowanie ani żadna jego część nie może być publikowana bądź powielana bez uprzedniej pisemnej zgody KBC Securities NV Oddział w Polsce.

Nadzór nad KBC Securities NV Oddział w Polsce sprawuje Belgijska Komisja Bankowości i Finansów oraz Polska Komisja Nadzoru Finansowego.

Data sporządzenia niniejszego opracowania jest datą jego udostępnienia do wiadomości publicznej.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które KBC Securities NV Oddział w Polsce uważa za wiarygodne. Jednakże KBC Securities NV Oddział w Polsce nie gwarantuje 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 wyraża stan wiedzy oraz poglądy jego autorów na dzień sporządzenia opracowania.

Osoba (osoby) sporządzające niniejszy dokument otrzymują wynagrodzenie zależne od wyników finansowych KBC Securities NV Oddział w Polsce, które zależą, między innymi, od wyniku na usługach bankowości inwestycyjnej, jednak wynagrodzenie tych osób nie jest bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia usług bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez KBC Securities NV Oddział w Polsce. KBC Securities NV Oddział w Polsce nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych.