

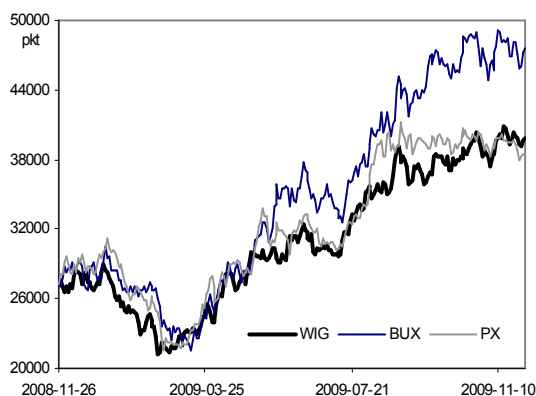
2 grudnia 2009

Opracowanie cykliczne


**Rynek akcji**  
**Makroekonomia**

<b>WIG</b>	<b>39 906</b>
Średnie P/E 2009	15,3
Średnie P/E 2010	13,5
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	1 431 mln PLN

### WIG na tle indeksów w regionie



#### Zespół Analiz:

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

Marta Jeżewska  
(+48 22) 697 47 37  
marta.jezewska@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

**Komentarz makroekonomiczny**  
Makroekonomiści BRE Banku

# Przegląd miesięczny

## Grudzień 2009

### Rynek akcji

Wg. naszych makroekonomistów przyszłoroczny wzrost PKB może przekroczyć 3%, co z pewnością nie jest jeszcze uwzględnione w prognozach i wycenach spółek. Podtrzymujemy opinię, że do końca roku WIG20 powinien osiągnąć poziom 2 500 punktów.

### Ze spółek

**Banki.** Zgodnie z oczekiwaniami pozytywnie wynikami wyróżniły się ING BSK i BZ WBK. Zostało to zdyskontowane w wycenach rynkowych. Millennium odnotowało stratę i jednocześnie ogłosiło emisję. Uważamy, że pozwoli ona na odbudowę aktywności sprzedażowej banku. W dalszym ciągu za najatrakcyjniejsze uważamy Getin Holding i Millennium.

**Paliwa.** Po ostatnich wzrostach zalecamy realizację zysków na Lotosie. W kontekście malejącego ryzyka kowenantów i potencjalnych dezinvestycji nadal, widzimy natomiast znaczący potencjał wzrostowy na akcjach Orlenu. Pozytywną rekomendację utrzymujemy także dla PGNiG.

**Energetyka.** Spadki cen energii na giełdach w Europie Zachodniej oraz perspektywa dużych ofert publicznych w polskim sektorze energetycznym osłabiło sentyment w całej branży. Uwzględniając perspektywy wyników w przyszłym roku i aktualne wyceny zalecamy przeważanie PGE nad CEZ.

**Telekomunikacja.** Podtrzymujemy opinię, że otoczenie regulacyjne w jakim funkcjonuje TP będzie zmieniało się na korzyść operatora a jedną z pierwszych przesłanek jest to wniosek KE do UKE o zmniejszenie asymetrii stawek z Play.

**Media.** Ze względu na listopadowy spadek notowań podnosimy rekomendację TVN do kupuj, a Cyfrowego Polsatu do akumuluj. Podtrzymujemy rekomendacje dla Agory i WSiP.

**Informatyczne.** Podnosimy rekomendację dla Asbisu do akumuluj. Pozytywnie na tle branży wśród integratorów wciąż widzimy Asseco Poland, a wśród dystrybutorów AB i Action. Nadal rekomendujemy trzymanie Sygnity i Komputronika.

**Metale.** Nadal słaby popyt z rynków rozwiniętych i sezonowo słabszy popyt z Chin na przełomie roku powinien spowodować skokowy wzrost zapasów miedzi na LME i korektę cen metalu. Skarb Państwa nadal straszy podażą 10% akcji KGHM, który powinien zachowywać się słabiej niż rynek.

**Budownictwo.** Z największych spółek budowlanych najbardziej interesujący jest Polimex Mostostal i Mostostal Warszawa. Ze średnich spółek zalecamy kupno akcji Rafako.

**Deweloperzy.** Podtrzymujemy pozytywną opinię o sektorze. Sądzymy, że już na wiosnę nastąpi weryfikacja przyjętych założeń dotyczących wielkości rozpoczynanych nowych projektów i kosztów budowy. Uważamy, że oczekiwane wyniki z nowych inwestycji powinny uzasadniać wzrosty kursów.

**Rekomendacje.** W raporcie miesięcznym podwyższamy rekomendację dla spółek: Asbis (Akumuluj), BZ WBK (Trzymaj), Cyfrowy Polsat (Akumuluj), J.W. Construction (Kupuj), Mostostal Warszawa (Kupuj), Police (Trzymaj), TVN (Kupuj) oraz obniżamy zalecenie inwestycyjne dla spółek: Erbud (Trzymaj), Getin (Akumuluj), ING BSK (Trzymaj), Millennium (Akumuluj).

## Spis treści

1. Rynek akcji .....	3
2. Makroekonomia .....	6
3. Aktualne rekomendacje DI BRE .....	9
4. Statystyki rekomendacji .....	11
5. Banki.....	12
5.1. BZ WBK .....	18
5.2. Getin.....	20
5.3. Handlowy .....	22
5.4. ING BSK .....	23
5.5. Kredyt Bank .....	25
5.6. Millennium .....	27
5.7. Pekao .....	29
5.8. PKO BP .....	31
6. Paliwa, energetyka, chemia.....	33
6.1. CEZ .....	34
6.2. Ciech .....	36
6.3. Lotos .....	37
6.4. PGE.....	38
6.5. PGNiG .....	40
6.6. PKN Orlen .....	42
6.7. Police.....	44
6.8. ZA Puławy .....	46
7. Górnictwo węgla .....	48
7.1. LW Bogdanka .....	48
8. Telekomunikacja .....	49
8.1. Netia .....	49
8.2. TP SA .....	50
9. Media .....	51
9.1. Agora .....	52
9.2. Cyfrowy Polsat.....	53
9.3. TVN .....	55
9.4. WSiP .....	57
10. IT .....	59
10.1. AB .....	59
10.2. Action.....	60
10.3. Asbis .....	61
10.4. Asseco Poland .....	62
10.5. Komputronik.....	64
10.6. Sygnity.....	65
11. Metale .....	66
11.1. Kęty .....	66
11.2. KGHM .....	67
12. Budownictwo .....	68
12.1. Budimex .....	71
12.2. Centrum Klima .....	73
12.3. Elektrobudowa .....	74
12.4. Erbud .....	75
12.5. Mostostal Warszawa .....	77
12.6. PBG .....	79
12.7. Polimex Mostostal .....	81
12.8. Rafako .....	83
12.9. Trakcja Polska .....	85
12.10. Ulma Construcccion Polska .....	86
12.11. Unibep .....	87
13. Deweloperzy .....	89
13.1. Dom Development .....	92
13.2. J.W. Construction .....	93
13.3. Polnord .....	95
14. Handel .....	97
14.1. Emperia Holding .....	97
14.2. Eurocash .....	98
15. Inne .....	99
15.1. Mondi .....	99

## Rynek akcji

Gospodarki krajów uprzemysłowionych wchodzi w okres, w którym baza porównawcza sprzed roku będzie bardzo niska, co oznacza, że raportowane twarde dane makroekonomiczne za 4Q i początek 2010 roku będą wykazywały wysoką dynamikę wzrostu r/r. Podobna sytuacja będzie miała miejsce w przypadku raportów kwartalnych spółek, co stwarza duże prawdopodobieństwo pozytywnych zaskoczeń jak miało to miejsce po wynikach za 3Q i dosyć powszechnego podwyższania prognoz przez analityków. Obecnie oczekiwania dotyczące przyszłorocznego wzrostu PKB w Polsce oscylują na poziomie 2%, nasi makroekonomiści twierdzą, że może przekroczyć 3%, co z pewnością nie jest jeszcze uwzględnione w wycenach spółek. Dyskusja o podwyżkach stóp procentowych w USA znacznie się najprawdopodobniej nie wcześniej niż po 1Q2010, co powinno przekładać się na nadal słabego USD i dalsze otwieranie pozycji na rynkach wschodzących w ramach *carry trade*. To z kolei oznacza dobre otoczenie dla rynku akcji. Podtrzymujemy opinię, że do końca roku WIG20 powinien osiągnąć poziom 2 500 punktów. Na obecną chwilę i momentum w jakim znajduje się gospodarka w perspektywie kilku najbliższych tygodni nie widzimy przesłanek, żeby rynek akcji miał wejść w większą korektę spadkową, od dłuższego czasu wyczekiwana przez dużą część inwestorów. Ta właśnie może się skończyć, bo indeksy głównych giełd europejskich (DAX, CAC40, FTSE) od połowy września znajdują się w trendzie bocznym.

### Wynik spółek motorem napędzającym rynki akcji

Wyniki spółek zarówno w Polsce jak i na rynkach rozwiniętych – szczególnie w USA i Niemczech okazały się lepsze od oczekiwań, co niewątpliwie pomogło rynkowi niwelując wpływ wciąż od czasu do czasu pojawiających się negatywnych zaskoczeń ze strony danych makro. Od początku 2008 roku do połowy 2009 oczekiwania zysków spółek na kolejne 12 miesięcy wchodzących w skład DAX obniżyły się o ponad połowę. Od publikacji wyników za 2 a szczególnie 3 kwartał oczekiwania systematycznie są podwyższane. W przypadku DAX prognozy dla 15 z 30 spółek zostały podwyższone w ostatnich trzech miesiącach. Dla Dow Jones statystyka jest jeszcze lepsza (24 z 30). Pozytywne sygnały płyną również w przypadku szerokiego rynku, czego przykładem jest European Stoxx 600, gdzie podwyższono prognozy dla 370 spółek.

Zaskoczeniem okazało się to jak spółki poradziły sobie z bazą kosztową przy nadal słabych wolumenach sprzedaży. Naszym zdaniem to bardzo silny pozytywny czynnik przez okrese, kiedy w kolejnych miesiącach poprawie ulegnie sprzedaż (prognoza wzrostu PKB dla USA na 2010 wynosi 2,5%, dla Strefy Euro 1,5 a dla Japonii +2%). Z danych z rynku amerykańskiego i niemieckiego wynika, że przedsiębiorstwa obniżyły już poziom zapasów w relacji do sprzedaży do historycznie niskich poziomów, co oznacza, że przy dalszym odbudowywaniu się popytu zamówienia w przemyśle powinny zacząć znacząco odbudowywać się (przy założeniu, że w ostatnich miesiącach popyt w części zaspokajany był z zapasów). W kolejnych miesiącach stopniowe odbudowywanie się zapasów powinno mieć również miejsce w Polsce. Zapowiedzią dalszego odbudowywania się wolumenów jest PMI dla przemysłowego w Polsce, który w listopadzie wzrósł powyżej 50 pkt. po raz pierwszy od siedmiu miesięcy (do 52,4 pkt. z 48,8 pkt. w październiku).

### Sytuacja gospodarcza w Polsce

Zaskakująco dobre dane o PKB w 3Q (+1,7%) – szczególnie jeśli chodzi o stabilizację poziomu inwestycji na tak wczesnym etapie odbudowywania się gospodarki - dają nadzieję na dalsze zaskoczenia w kolejnych kwartałach. Zgodnie z oczekiwaniami naszych makroekonomistów w 4Q dynamika PKB powinna wzrosnąć do 3,2% r/r, co oznaczałoby, że w całym 2009 roku produkt krajowy brutto zwiększy się o 1,7%. Pozytywne sygnały płyną również z rynku pracy, na którym bezrobocie rośnie wolniej niż pierwotnie oczekiwano. Potwierdzenie się tych tendencji w kolejnych miesiącach (zapowiada to poprawa sytuacji w przemyśle) powinno oznaczać, że przyszłoroczna konsumpcja również może pozytywnie zaskoczyć. W efekcie przyszłoroczny wzrost PKB może przekroczyć nawet 3% r/r, tj. o 1-1,5 pkt. proc. powyżej obecnego konsensusu. Taki scenariusz to również wyższe wpływy do budżetu a więc zmniejsza się chyba największe dziś ryzyko mogące wpływać negatywnie na PLN. Perspektywa dalszego umacniania polskiej waluty powinna zachęcać kapitał zagraniczny do lokowania inwestycji portfelowych. Przy tak wyznaczonej ścieżce PKB pozytywnie zaskoczą również wyniki spółek, szczególnie małych i średnich, które najmocniej odczuły skurczenie się popytu. Przeprowadzone działania restrukturyzacyjne przy nadal niskiej presji z rynku pracy powinny oznaczać skokową poprawę wyników. Będzie to widoczne zwłaszcza w przypadku spółek, które miały problemy z opcjami – obniżającymi wyniki w 4Q2009 i 1Q2010.

### Podsumowanie sektorowe wyników spółek za 3Q2009

W 3Q2009 nadal mniej niż połowa spółek notuje poprawę wyników w ujęciu r/r, wciąż spada również odsetek spółek wykazujących wzrost przychodów i EBIT r/r w porównaniu z poprzednimi kwartałami. Siłą rozpędu gospodarki w 1Q2009 jeszcze 51% spółek notowało wzrost przychodów r/r i blisko 43% poprawiało EBIT r/r. Obecnie statystyka ta obniżyła się odpowiednio do 43% i 41%. Nieco lepiej wyglądają dane dotyczące zysku netto, który w 46% spółek poprawił się w 3Q2009 vs. 3Q2008. W 1Q2009 odsetek ten wynosił zaledwie 38%. W ujęciu sektorowym najwięcej wyniki poprawiło spółek z branży handlowej w obszarze FMCG i farmacji. Najstabilniej wypadają spółki z przemysłu elektromaszynowego oraz przetwórstwa i handlu metalami. W kolejnych kwartałach wraz z dalszą poprawą sytuacji gospodarczej (wzrost PKB) i odbudowywaniem się wolumenów sprzedaży statystyka będzie się poprawiać.

	Poprawa wyników r/r*			Dynamika sektora**			Liczba spółek
	Przychody	EBIT	Zysk netto	Przychody	EBIT	Zysk netto	
Wszystkie spółki	43,1%	40,8%	46,3%				341
Budownictwo	37,1%	45,7%	37,1%	5,2%	-5,8%	-8,3%	35
Handel	49,0%	49,0%	51,0%	10,6%	-4,8%	43,3%	49
<i>odzież</i>	41,7%	41,7%	33,3%	38,3%	-11,9%	-76,9%	12
<i>sprzęt IT</i>	25,0%	25,0%	50,0%	-10,0%	-45,6%	72,9%	4
<i>stal</i>	0,0%	0,0%	33,3%	-31,3%	-67,5%	-36,0%	3
<i>FMCG</i>	88,9%	66,7%	55,6%	11,5%	1,4%	26,8%	9
<i>farmacja</i>	100,0%	80,0%	100,0%	23,9%	52,7%	148,6%	5
Media	50,0%	37,5%	50,0%	6,5%	-47,2%	20,8%	8
IT	21,4%	32,1%	42,9%	-12,6%	-37,7%	-29,7%	28
Deweloperzy	46,2%	15,4%	46,2%	-17,5%			13
Przemysł	38,2%	36,8%	46,3%	-11,0%	-10,1%	71,0%	136
<i>wyposażenie wewnątrz</i>	46,2%	38,5%	46,2%	-3,1%	-14,3%	-72,0%	13
<i>elektromaszynowy</i>	32,1%	28,6%	17,9%	-10,9%	-35,8%	-25,6%	28
<i>energetyka</i>	80,0%	20,0%	60,0%	12,2%	35,8%	51,2%	5
<i>spożywczy</i>	59,1%	40,9%	54,5%	-1,4%	-1,3%	22,0%	22
<i>chemia</i>	26,3%	42,1%	68,4%	-23,0%			19
<i>paliwa</i>	0,0%	60,0%	80,0%	-16,6%	42,5%		5
<i>przetwórstwo metali</i>	18,8%	25,0%	37,5%	-10,7%	-37,6%	-31,9%	16
Telekomunikacja	50,0%	62,5%	37,5%	-7,2%	-38,4%	-44,3%	8
Usługi	69,0%	41,4%	41,4%	2,4%	-16,7%	-40,4%	29
WIG 20***	40,0%	26,7%	53,3%	-4,7%	-18,6%	5,5%	15
WIG40***	47,2%	33,3%	38,9%	1,1%	-48,3%	-26,0%	36
WIG80***	45,5%	48,1%	51,9%	-3,4%	-49,0%	-47,8%	77
	<b>WNDB</b>	<b>WPR</b>	<b>Zysk netto</b>	<b>WNDB</b>	<b>WPR</b>	<b>Zysk netto</b>	
Banki	20,0%	33,3%	20,0%	-7,3%	-9,7%	-34,2%	15

\* odsetek spółek które wykazały dodatnią dynamikę w ujęciu r/r, \*\* na podstawie zsumowanych wyników spółek wchodzących w skład sektora, \*\*\* bez banków  
Źródło: DI BRE Banku SA na podstawie raportów kwartalnych spółek

Wzrost wolumenów sprzedaży powinien przekładać się na poprawę marży operacyjnej i netto. Poniżej prezentujemy zestawienie marż poszczególnych sektorów osiągniętych w 3Q roku 2009 i 2008. Marża obliczona jest na podstawie zsumowanego wyniku spółek wchodzących w skład sektora. W niektórych przypadkach może być zaburzona jednorazowym zdarzeniem w spółce mającej duży udział w skonsolidowanym wyniku, jak np. w branży deweloperskiej strata GTC (3Q2009) czy w mediach jednorazowe odpisy w TVN w 3Q2008.

Spadek marży EBIT nastąpił niemal we wszystkich sektorach obecnych na GPW. Poprawa rentowności przemysłu wynika z lepszych wyników branży paliwowej i energetycznej, które ze względu na gabarytowych reprezentantów zaburzają obraz szerokiego sektora. Słabsza kondycja poszczególnych podsektorów przemysłu widoczna jest jednak w szczegółowym rozbiciu, ze szczególnym uwzględnieniem chemii. Relatywnie dobrze radziły sobie spółki spożywcze, branża budowlana oraz wspomniane wcześniej spółki z branży handel fmcg i farmaceutykami.



	Marża sektora 2009*		Marża sektora 2008*		Liczba spółek
	EBIT	Zysku netto	EBIT	Zysku netto	
Budownictwo	6,25%	4,21%	6,97%	4,83%	35
Handel	2,11%	1,33%	2,45%	1,03%	49
<i>odzież</i>	5,73%	0,91%	9,00%	5,48%	12
<i>sprzęt IT</i>	0,53%	0,37%	0,88%	0,19%	4
<i>stal</i>	2,92%	2,63%	6,19%	2,83%	3
<i>FMCG</i>	1,62%	1,07%	1,78%	0,94%	9
<i>farmacja</i>	1,70%	1,40%	1,38%	0,70%	5
Media	10,90%	14,78%	21,98%	13,03%	8
IT	7,23%	5,19%	10,14%	6,45%	28
Deweloperzy	-14,44%	-5,86%	53,83%	32,72%	13
<i>Deweloperzy bez GTC</i>	-0,49%	11,54%	31,22%	17,05%	12
Przemysł	7,14%	7,19%	7,07%	3,74%	136
<i>wyposażenie wnętrz</i>	8,16%	1,40%	9,23%	4,85%	13
<i>elektromaszynowy</i>	7,15%	5,17%	9,93%	6,20%	28
<i>energetyka</i>	17,97%	11,70%	14,85%	8,68%	5
<i>spożywczy</i>	10,68%	8,14%	10,66%	6,58%	22
<i>chemia</i>	-1,11%	-2,08%	9,29%	5,48%	19
<i>paliwa</i>	4,04%	6,96%	2,36%	-0,24%	5
<i>przetwórstwo metali</i>	14,09%	12,56%	20,17%	16,46%	16
Telekomunikacja	12,24%	7,60%	18,45%	12,67%	8
Usługi	5,50%	3,37%	6,76%	5,79%	29
WIG 20**	19,93%	18,57%	23,33%	16,77%	15
WIG40**	4,16%	3,49%	8,13%	4,77%	36
WIG80**	3,42%	2,21%	6,48%	4,08%	77

\* na podstawie zsumowanych wyników spółek wchodzących w skład sektora, \*\* bez banków  
Źródło: DI BRE Banku SA na podstawie raportów kwartalnych spółek

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

## Makroekonomia

### Polski PKB +1,7% r/r w III kw.

W III kw. 2009 PKB wzrósł o 1,7% r/r wobec 1,1% zanotowanych w II kw. Dana okazała się zgodna z naszymi prognozami. Wynik ten jest nieco lepszy od oczekiwań analityków (konsensus prognoz ukształtował się na poziomie 1,3-1,5%). Po wyłączeniu czynników sezonowych wzrost PKB w III kw. 2009 wyniósł 0,5% kw/kw wobec 0,5% zanotowanych w II kw., co wskazuje na utrzymanie pozytywnego momentum dla polskiej gospodarki. Tendencje te współgrają z tymi obserwowanymi u największych partnerów handlowych Polski (Niemcy i Francja). I tym razem dekompozycja PKB okazała się zbliżona do naszych prognoz. Dynamika spożycia indywidualnego wzrosła w stosunku do tej notowanej w II kw. z 1,7% (po korekcie) do 2,2% r/r, co odzwierciedla ożywienie sprzedaży detalicznej w miesiącach letnich. Pozytywnie zaskoczyła dynamika inwestycji – wzrost z -3,0% do -1,5%. Uważamy, że na lepszą dynamikę inwestycji złożyły się projekty infrastrukturalne i znaczące przyspieszenie wydawania środków unijnych. W III kw. utrzymała się wysoka dodatnia kontrybucja eksportu netto +3,0 pkt. proc., co wiążemy nie tylko z korzystnym dla polskich eksporterów kursem złotego, ale również z odbiciem gosp. w strefie Euro. Kontrybucja zmiany zapasów do wzrostu PKB była zbliżona do tej z II kw. i wyniosła -2,6 pkt. proc. Po stronie podażowej zanotowano znaczny wzrost dynamiki wartości dodanej brutto w przemyśle (z -5,0% na -0,2% r/r), co połączone było ze znacznie lepszymi wynikami budownictwa (wzrost z 4,6% r/r do 7,2% r/r). Usługi rynkowe spowolniły z 2,9% do 2,0% r/r. Odbicie odnotowano po stronie usług nierynkowych z 0,8% r/r do 1,7% r/r. Po wzroście w ubiegłym kwartale, odnotowano stabilizację wartości dodanej w transporcie, która uplasowała się na poziomie 3,0%. Stabilizacja aktywności w transporcie jest dobrym fundamentem pod kontynuację ożywienia w przyszłych kwartałach. Prognozujemy, że w IV kw. 2009 dynamika PKB może wzrosnąć do 3,2% r/r (w całym 2009 roku PKB wzrosło o 1,7% r/r). W IV kw. powinniśmy obserwować kontynuację odbudowy zapasów (na roczną ich kontrybucję do dynamiki PKB duży wpływ będzie miał statystyczny efekt bazy). Co najmniej stabilizacji oczekujemy po stronie inwestycji (choć wskaźniki koniunktury wskazują na wyraźne odbicie inwestycji prywatnych, niewiadomą pozostaje tempo realizacji wydatków infrastrukturalnych z uwagi na efekty sezonowe). Dynamika spożycia indywidualnego powinna być zbliżona do tej odnotowanej w III kw. Postępująca stabilizacja sytuacji na rynku pracy prawdopodobnie zapobiegnie dalszemu spadkowi optymizmu konsumenta i okaże się istotnym wsparciem dla konsumpcji już w 2010 roku. W roku 2010 oczekujemy kontynuacji tendencji zainicjowanych w II i III kw. Szacujemy, że wzrost PKB może przekroczyć nawet 3% r/r.

### Rachunek obrotów bieżących

We wrześniu saldo na rachunku obrotów bieżących pogorszyło się do -57 mln EUR z +124 mln EUR zanotowanych po rewizji w sierpniu (konsensus prognoz wynosił -470 mln). Po raz kolejny zwiększyło się jednak saldo błędów i opuszczeń, co może skłaniać zagranicznych inwestorów do sceptycyzmu odnośnie prezentowanych danych. Bardzo pozytywną niespodzianką odnotowano na saldzie obrotów towarowych, które zawężyło się do zaledwie -4 mln EUR, z -348 mln (po rewizji w górę) w sierpniu. Zawężenie deficytu nastąpiło dzięki znacznemu przyspieszeniu eksportu (-17,1% w ujęciu rocznym) względem importu (-26,4%). Relatywnie silny import to przede wszystkim efekt częściowej odbudowy zapasów w sektorze hurtowej sprzedaży, natomiast przyspieszenie eksportu należy łączyć z bardzo dobrymi wynikami gospodarki niemieckiej odnotowanymi we wrześniu (niewykluczone, że duża część polskiej produkcji dóbr przemysłowych trafiła w jako dobra średnie do przetwórstwa niemieckiego). We wrześniu, zgodnie z naszymi oczekiwaniami doszło do zwiększenia ujemnego salda dochodów z -660 mln EUR do -704 mln EUR. Nieznacznie pogorszyło się saldo usług (+275 mln wobec +411 w sierpniu) oraz znacznie saldo transferów bieżących (+376 mln wobec +721 mln w sierpniu), tu jednak zaważył znacznie niższy transfer środków z UE. Zarówno możliwość szybszej akumulacji zapasów, jak i lepszy eksport netto wspierają naszą prognozę dynamiki PKB na poziomie 1,7% (model liczony od strony podażowej pokazuje nawet więcej). Automatycznie dane te stanowią także dobry punkt startowy na IV kwartał. Po stronie finansowania deficytu doszło do zwiększenia wpływów z tytułu zbycia aktywów przez rezydentów oraz znacznego powiększenia zobowiązań wobec zagranicy (1301 mln EUR wobec 433 mln w sierpniu, z tego 1 113 mln to inwestycje nierezydentów w dłużne papiery wartościowe); znacznie zmniejszyło się saldo pozostałych inwestycji z +2 047 mln EUR do 334 mln EUR. Odnośnie bezpośrednich inwestycji zagranicznych zmniejszyło się zarówno ich saldo (+192 mln wobec +642 mln w sierpniu) jak i sam wolumen inwestycji zagranicznych w Polsce (+378 mln wobec 804 mln w sierpniu).

Dane wskazują na powolne powiększanie deficytu na saldzie obrotów bieżących, co powinno być procesem naturalnym w kraju o relatywnie stabilnej konsumpcji oraz dużej krajowej absorpcji w celu finansowania inwestycji. Oczekujemy, że ta tendencja będzie w kolejnych miesiącach narastać gradualnie (co nie zwiększa ryzyka inwestycyjnego kraju), nie licząc czynników o charakterze jednorazowym. W szczególności niewykluczone jest powolne

powiększenie deficytu na rachunku handlowym, zwłaszcza w sytuacji dalszego rozwoju handlu wewnątrzgałęziowego (bardziej importochłonnego) oraz stabilnej krajowej konsumpcji. Wśród czynników jednorazowych, negatywny wpływ na rachunek bieżący będzie się wiązał z wypłatą dywidend (w dalszym ciągu nieustalone daty przepływów pieniężnych w ramach ugody PZU-Eureko). Dość nietypowym czynnikiem ryzyka są ewentualne rewizje danych NBP (kolejny wzrost salda błędów i opuszczeń, który może zostać „rozdystrybuowany” pomiędzy poszczególne kategorie bilansu płatniczego przy okazji publikacji danych kwartalnych).

### Produkcja (przemysłowa)

W październiku produkcja przemysłowa spadła o 1,2% r/r po 2,3% spadku zanotowanym we wrześniu. Po odsezonowaniu wskaźnik produkcji przemysłowej zanotował nawet 0,6% wzrost w ujęciu rocznym (2,1% spadek we wrześniu). Co ciekawe, lepszy październikowy odczyt to nie tylko wynik przyspieszenia w przemyśle samochodowym. Wzrosty w ujęciu rocznym zanotowano już w 15 z 34 sekcji, co świadczy o coraz szerszym zakresie ożywienia w polskim przemyśle. Oceniamy, że spory wpływ na lepsze polskie dane może mieć dość gwałtowne ożywienie obserwowane w niemieckim przemyśle (także w zakresie realizowanych z opóźnieniem nowych zamówień). W kolejnych miesiącach ujawnić powinien się wpływ niskiej bazy z roku 2008 (początek spowolnienia), mamy więc szansę na solidne wzrosty produkcji przemysłowej w ujęciu rocznym (szanse te wspiera dodatkowo pozytywna różnica w dniach roboczych, +1 do końca roku).

Ceny produkcji przemysłowej okazały się niemal zgodne z naszymi oczekiwaniami, notując wzrost o 2,0% w ujęciu rocznym, po zwwyżce o 1,6% we wrześniu. Uwagę zwraca także brak rewizji poprzednio prezentowanych danych (co w ubiegłych miesiącach było prawdziwą plagą a rewizje sięgały kilku dziesiątych punktu procentowego). Może to oznaczać ogólny wzrost precyzji szacunku (mało prawdopodobne z uwagi na tak gwałtowną poprawę, bez jakichkolwiek sygnałów metodologicznych ze strony GUS) lub też zmniejszenie zmienności danych wyrażające się w bardziej gładkim przebiegiem procesów cenowych w obrębie sekcji (bardziej prawdopodobne). Patrząc na miesięczne wzrosty cen zauważamy, że cały agregat produkcji osiągnął dynamikę +0,3% (poprzednio spadek o 0,2%), identyczną jak całe przetwórstwo przemysłowe. Wyłączając jednak produkcję koksu i produkty rafinacji ropy naftowej (wiedzione przez globalne ceny surowców energetycznych, praktycznie bezpośrednie przełożenie kosztów *commodities* na cenę) dynamika cen „bazowego” przetwórstwa przemysłowego okazała się zerowa (podobnie zresztą jak we wrześniu). Nasuwa to dwa komplementarne wnioski: 1) luka możliwości produkcyjnych i konkurencja pomiędzy przedsiębiorstwami nie jest na tyle silna, aby wprowadzać silne tendencje deflacyjne na poziomie cen producentów, 2) gospodarka Polska rzeczywiście jest w znacznie lepszej kondycji niż gospodarki zachodnie oraz pozostałe kraje CEE, gdzie „bazowe” ceny producentów doznają systematycznej obniżki w ujęciu miesięcznym. Sytuacja nie powinna się istotnie zmienić w nadchodzących miesiącach (najnowsze wskaźniki koniunktury pokazują nawet na wzrost cen producentów w ujęciu rocznym, choć nie ma to na razie znamion trwałej tendencji), a ceny producentów będą determinowane głównie przez czynniki egzogeniczne: ceny surowców oraz kurs złotego.

### Kolejny niższy odczyt inflacji

W październiku roczny wskaźnik inflacji obniżył się do 3,1% z 3,4% zanotowanych we wrześniu. Wynik ten okazał się tym samym zgodny z szacunkami Ministerstwa Finansów. Na niższym odczycie zaważyły przede wszystkim niższe niż wynikałoby ze wzorca sezonowego wzrosty cen żywności (wzrost o 0,3% m/m). Październik był jednak kolejnym miesiącem z podwyższoną inflacją bazową. Roczny wskaźnik inflacji po wyłączeniu cen energii i żywności szacujemy obecnie na poziomie zbliżonym do odczytu wrześniowego, czyli 2,9% (wzrost miesięczny o 0,2%). W koszyku inflacji bazowej miesięczne wzrosty cen zanotowano w kategoriach użytkowanie mieszkania (0,1% m/m), edukacja (1,0% m/m), restauracje i hotele (0,2% m/m); sezonowo drożało także odzież i obuwie (1,7%). Przechodząc do perspektyw na najbliższe miesiące, oceniamy, że w listopadzie roczna inflacja wyniesie około 3,1-3,3%. Na koniec roku inflacja prawdopodobnie wzrośnie nieznacznie do około 3,5% r/r (podkreślamy dużą wrażliwość odczytów względem cen żywności i paliw oraz wpływ niskiej bazy z końca 2008 roku). Inflacja bazowa ma szansę na jedynie nieznaczne spadki do końca roku, choć przez najbliższe miesiące pewien wpływ na zachowanie cen w tej kategorii może mieć kurs złotego. Wydłużając nieco okres naszej analizy, spodziewamy się, że w 2010 roku inflacja będzie się stopniowo obniżać, ze wszystkimi tego konsekwencjami dla rynku stopy procentowej (spadek WIBOR, spadki rentowności obligacji wspierane dodatkowo towarzyszącą wyższemu wzrostowi gospodarczemu kompresją presji na ryzyko). Efekty bazowe (głównie wpływ masywnej deprecjacji złotego) mogą spowodować spadek inflacji mocno poniżej celu NBP. Uważamy, że efekty te będą z nawiązką równoważyć zapowiedziane już podwyżki cen kontrolowanych (energia elektryczna, akcyza na papierosy i paliwa, ceny OC). Podkreślamy jednak, że już w drugiej połowie 2010 roku, za sprawą łagodnego przebiegu spowolnienia w polskiej gospodarce i poprawiającej się sytuacji na rynku pracy, inflacja zacznie się stopniowo rozprędać. Proces ten skutkował będzie zacieśnieniem

monetarnym. Zacieśnienie to w pewnym stopniu będzie podyktowane faktem dalszego niespełnienia przez Polskę inflacyjnego kryterium konwergencji (pamiętajmy, że właśnie za ten odcinek procesu nominalnej konwergencji jest odpowiedzialna RPP i nawet przy zmiennych jej inklinacjach politycznych ciężko jest zakładać, że kwestię stabilności cen nowa RPP potraktuje mniej poważnie niż jej poprzednicy).

### **Niższa dynamika sprzedaży detalicznej**

W październiku sprzedaż detaliczna wzrosła o 2,1% r/r, czyli dokładnie tyle ile oczekiwaliśmy, po 2,5% wzroście zanotowanym we wrześniu. W ujęciu realnym sprzedaż detaliczna rosła o 0,7% r/r, czyli w tempie takim jak we wrześniu – spadek sprzedaży w porównaniu do września wygenerował się głównie za sprawą niższego deflatora. Na październikowym odczycie odcisnął w pewnym stopniu efekt dni roboczych (jeden dzień roboczy mniej w porównaniu z październikiem 2008). Nie jest to jednak jedyne wytłumaczenie niższej dynamiki w październiku, jako że nie widać go na tempie wzrostu sprzedaży w ujęciu realnym. Obniżeniu uległy przede wszystkim dynamiki w popytowej części koszyka sprzedaży (sprzedaż w kategorii meble, AGD, RTV spadła o 9,2% r/r, dynamika samochodów obniżyła się do -3,0% r/r, w kategorii pozostałe sprzedaż spadła o ponad 9% r/r w porównaniu z 4,0% wzrostem notowanym we wrześniu). Wzrosła natomiast, do 9,2% z 7,9% r/r sprzedaż w kategorii żywność. Spadki dynamiki sprzedaży detalicznej mogłyby wydać się niepokojące. Zauważmy jednak, że ze względu na prawdopodobne zmiany zwyczajów wakacyjnych Polaków sprzedaż została wyraźnie zawyżona latem 2009, a teraz dopiero wraca do „normalnych” poziomów (wpływ tego efektu będzie widoczny również w danych o PKB – widzimy możliwość znacznego zaskoczenia wysoką dynamiką spożycia indywidualnego w III kw.). Oczekujemy nadal, że sprzedaż detaliczna będzie wykazywała trend wzrostowy, choć bardziej adekwatnymi do porównań miesiącami są te sprzed wakacji. Na stopniowej poprawie sprzedaży ważyć będzie przede wszystkim stabilizacja sytuacji na rynku pracy (ostatni wzrost stopy bezrobocia okazał się po raz kolejny niższy od sezonowego wzorca). Oceniamy, że efekt ten – przekładający się na zaufanie konsumentów – będzie silniejszy niż spowolnienie dynamiki funduszu płac (które zresztą jest o wiele bardziej łagodne niż w okresie poprzedniego spowolnienia gospodarczego).



**Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.**

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa	Cena bieżąca	Data wydania	Cena w dniu wydania	P/E	2009
AB	Kupuj	15,13	12,29	2009-08-06	11,55		9,8
ACTION	Kupuj	14,59	12,30	2009-09-18	12,60		6,8
AGORA	Kupuj	23,70	23,00	2009-11-13	19,75		33,7
ASBIS	Akumuluj	4,23	3,68	2009-12-02	3,68		
ASSECO POLAND	Kupuj	71,90	59,75	2009-11-19	57,30		12,5
BUDIMEX	Trzymaj	82,50	79,50	2009-10-29	81,00		11,8
BZWBK	Trzymaj	173,00	168,70	2009-12-02	168,70		15,3
CENTRUM KLIMA	Kupuj	15,10	12,25	2009-11-06	11,50		15,1
CEZ	Trzymaj	140,60	137,30	2009-11-04	143,80		9,2
CIECH	Trzymaj	41,70	37,80	2009-10-06	39,90		28,6
CYFROWY POLSAT	Akumuluj	14,90	13,88	2009-12-02	13,88		16,8
DOM DEVELOPMENT	Akumuluj	50,10	45,90	2009-11-05	44,00		15,0
ELEKTROBUDOWA	Trzymaj	170,80	170,00	2009-08-14	171,00		15,4
EMPERIA HOLDING	Trzymaj	70,30	83,90	2009-09-04	72,30		13,8
ERBUD	Trzymaj	49,30	51,00	2009-12-02	51,00		15,8
EUROCASH	Trzymaj	9,90	14,70	2009-05-06	9,81		18,2
GETIN	Akumuluj	9,32	8,25	2009-12-02	8,25		26,2
HANDLOWY	Trzymaj	67,80	69,00	2009-11-05	64,60		16,3
ING BSK	Trzymaj	696,00	714,00	2009-12-02	714,00		15,5
J.W. CONSTRUCTION	Kupuj	14,00	11,26	2009-12-02	11,26		4,0
KĘTY	Trzymaj	115,40	112,00	2009-11-05	106,80		15,4
KGHM	Redukuj	90,40	108,00	2009-12-01	107,80		9,4
KOMPUTRONIK	Trzymaj	10,48	11,10	2009-05-29	10,30		22,3
KREDYT BANK	Trzymaj	11,76	11,60	2009-10-05	11,65		107,2
LOTOS	Redukuj	26,60	32,50	2009-12-01	31,94		5,8
LW BOGDANKA	Trzymaj	68,00	70,50	2009-09-03	67,50		13,0
MILLENNIUM	Akumuluj	4,96	4,70	2009-12-02	4,70		
MONDI	Trzymaj	56,00	71,70	2009-09-03	51,00		55,9
MOSTOSTAL WARSZAWA	Kupuj	79,60	68,00	2009-12-02	68,00		13,3
NETIA	Trzymaj	4,30	4,41	2009-11-06	4,36		
PBG	Trzymaj	212,00	218,00	2009-11-12	218,50		15,4
PEKAO	Redukuj	164,80	174,00	2009-11-13	182,00		19,4
PGE	Kupuj	27,49	24,59	2009-11-04	23,00		12,8
PGNiG	Akumuluj	4,11	3,79	2009-11-13	3,73		25,2
PKN ORLEN	Kupuj	38,20	31,70	2009-11-18	31,97		10,2
PKO BP	Redukuj	35,70	37,99	2009-11-18	38,70		20,6
POLICE	Trzymaj	5,90	5,10	2009-12-02	5,10		
POLIMEX MOSTOSTAL	Kupuj	4,50	3,85	2009-11-27	3,70		11,9
POLNORD	Kupuj	45,00	34,64	2009-09-28	37,43		35,3
RAFAKO	Kupuj	11,60	9,74	2009-09-25	9,74		19,8
SYGNITY	Trzymaj	13,20	12,00	2009-11-23	12,13		
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Akumuluj	19,20	16,21	2009-10-30	17,58		15,0
TRAKCJA POLSKA	Akumuluj	4,20	3,82	2009-11-18	3,88		9,1
TVN	Kupuj	14,60	12,55	2009-12-02	12,55		16,6
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	Akumuluj	82,20	77,95	2009-11-19	73,40		
UNIBEP	Trzymaj	6,60	6,39	2009-11-04	6,67		12,4
WSiP	Trzymaj	17,20	16,83	2009-09-03	16,61		13,7
ZA PUŁAWY	Akumuluj	80,20	73,00	2009-11-26	71,50		20,6

**Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu**

<b>Spółka</b>	<b>Rekomendacja</b>	<b>Poprzednia rekomendacja</b>	<b>Cena docelowa</b>	<b>Data wydania</b>
AGORA	Kupuj	Akumuluj	23,70	2009-11-13
ASBIS	Trzymaj	Trzymaj	4,23	2009-11-09
ASSECO POLAND	Kupuj	Kupuj	71,90	2009-11-19
BZWBK	Redukuj	Trzymaj	173,00	2009-11-17
CENTRUM KLIMA	Kupuj		15,10	2009-11-06
CEZ	Trzymaj	Redukuj	140,60	2009-11-04
CYFROWY POLSAT	Trzymaj	Trzymaj	14,90	2009-11-12
DOM DEVELOPMENT	Akumuluj	Akumuluj	50,10	2009-11-05
ERBUD	Akumuluj	Trzymaj	49,30	2009-11-04
GETIN	Kupuj	Trzymaj	9,32	2009-11-04
HANDLOWY	Trzymaj	Trzymaj	67,80	2009-11-05
J.W. CONSTRUCTION	Akumuluj	Kupuj	14,00	2009-11-12
KĘTY	Trzymaj	Trzymaj	115,40	2009-11-05
KGHM	Redukuj	Redukuj	90,40	2009-12-01
LOTOS	Redukuj	Trzymaj	26,60	2009-12-01
MILLENNIUM	Kupuj	Kupuj	4,96	2009-11-10
MOSTOSTAL WARSZAWA	Akumuluj	Kupuj	79,60	2009-11-17
NETIA	Trzymaj	Trzymaj	4,30	2009-11-06
PBG	Trzymaj	Trzymaj	212,00	2009-11-12
PEKAO	Redukuj	Trzymaj	164,80	2009-11-13
PGE	Kupuj		27,49	2009-11-04
PGNiG	Akumuluj	Trzymaj	4,11	2009-11-13
PKN ORLEN	Kupuj	Kupuj	38,20	2009-11-18
PKO BP	Redukuj	Trzymaj	35,70	2009-11-18
POLICE	Redukuj	Trzymaj	5,90	2009-11-04
POLIMEX MOSTOSTAL	Kupuj	Kupuj	4,50	2009-11-27
SYGNITY	Trzymaj	Trzymaj	13,20	2009-11-23
TRAKCJA POLSKA	Akumuluj	Kupuj	4,20	2009-11-18
TVN	Akumuluj	Zawieszona	14,60	2009-11-10
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	Akumuluj	Redukuj	82,20	2009-11-19
UNIBEP	Trzymaj	Redukuj	6,60	2009-11-04
ZA PUŁAWY	Akumuluj	Trzymaj	80,20	2009-11-26

**Zmiany rekomendacji w Przeglądzie Miesięcznym**

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
ASBIS	Akumuluj	Trzymaj	4,23	2009-12-02
BZWBK	Trzymaj	Redukuj	173,00	2009-12-02
CYFROWY POLSAT	Akumuluj	Trzymaj	14,90	2009-12-02
ERBUD	Trzymaj	Akumuluj	49,30	2009-12-02
GETIN	Akumuluj	Kupuj	9,32	2009-12-02
ING BSK	Trzymaj	Akumuluj	696,00	2009-12-02
J.W. CONSTRUCTION	Kupuj	Akumuluj	14,00	2009-12-02
MILLENNIUM	Akumuluj	Kupuj	4,96	2009-12-02
MOSTOSTAL WARSZAWA	Kupuj	Akumuluj	79,60	2009-12-02
POLICE	Trzymaj	Redukuj	5,90	2009-12-02
TVN	Kupuj	Akumuluj	14,60	2009-12-02

**Statystyka rekomendacji**

Statystyka	Wszystkie					Dla emitentów związanych z DI BRE Bankiem S.A.				
	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
liczba	0	4	21	10	13	0	1	7	2	6
procent	0,0%	8,3%	43,8%	20,8%	27,1%	0,0%	6,3%	43,8%	12,5%	37,5%

## Banki

### Portfel kredytów w październiku

Portfel kredytów wzrósł w sektorze aż o 15,66 mld PLN w ciągu miesiąca, a od początku roku zwiększył się o 8,3%. Na tak wysoki miesięczny przyrost wolumenów złożyły się gospodarstwa domowe (+8,46 mld PLN m/m i 12% YTD) oraz pozostałe segmenty (+7,8 mld PLN m/m, +24% YTD). Przedsiębiorstwa utrzymały trendy obserwowane w tym roku (kredyty spadły o 600 mln PLN m/m, -0,2% YTD). Jest to efekt przeprowadzonej w październiku oferty PGE. Wzrost w kredytach gospodarstw domowych miał źródło w pozycjach: kredyty na zakup papierów wartościowych (+3,8 mld PLN), kredyty na nieruchomości (3,4 mld PLN) oraz pozostałe (0,88 mld PLN). Niewielki dodatni wpływ na wolumeny miało również osłabienie się złotówki w stosunku do franka szwajcarskiego (o 0,5% m/m). Widać zatem utrzymanie się pozytywnych trendów, szczególnie w zakresie kredytów mieszkaniowych, jednak wzrosty te zostaną skorygowane w listopadowych danych. Jednocześnie w pozostałych segmentach wzrost wynikał ze wzrostu zadłużenia US (z zera do 1 mld PLN m/m), wzrostu zadłużenia instytucji samorządowych (0,95 mld PLN m/m) i wzrostu zadłużenia segmentu „pozostałych instytucji pośrednictwa finansowego” aż o 5,75 mld PLN. Na razie nic nie wskazuje na zmianę obserwowanych wcześniej trendów. Wysokie przyrosty to w dużej mierze czynniki jednorazowe.

### Portfel depozytów w październiku

Portfel depozytów wzrósł w październiku aż o 13,735 mld PLN (+7% YTD). Złożył się na to przede wszystkim bardzo dynamiczny wzrost depozytów w pozostałych segmentach (+13,1 mld PLN, +8% YTD). W segmencie gospodarstw domowych wzrost sięgnął zaledwie 0,4 mld PLN (910% YTD), w przedsiębiorstwach 0,25 mld PLN (-1,2% YTD). W tym przypadku wzrosty w pozostałych segmentach zawdzięczamy „pozostałym instytucjom pośrednictwa finansowego” (+7,2 mld PLN m/m) oraz „pomocniczym instytucjom finansowym” (+5,5 mld PLN m/m). Wzrosty te wynikały zarówno z przeprowadzanej w tym okresie oferty PGE jak i przygotowań PZU do wypłaty dywidendy. Uważamy, że kolejny miesiąc przyniesie korektę podaży pieniądza (część ze wzrostu w październiku była „sztuczna”), jednak konsekwencją dywidendy z PZU i oferty PGE będzie wzmocniony wzrost depozytów gospodarstw domowych w listopadzie.

### Portfel kredytów nieregularnych

Na koniec października wskaźnik należności nieregularnych do kredytów ogółem był na poziomie 7% i utrzymał się na niezmiennym poziomie w relacji do września. Wynika to jednak z przyrostu kredytów brutto (wzrost m.in. wywołany ofertą na PGE, wzrostem M3 w związku z dywidendą PZU). Widzimy jednak również pierwsze sygnały poprawy sytuacji. Należności nieregularne wzrosły o 823 mln PLN m/m (+89% R/R). Motorem były kredyty gospodarstw domowych (wzrost o 896 mln PLN m/m, 76% R/R). Wskaźnik w tym segmencie sięgnął 5% z 4,9% we wrześniu. W przedsiębiorstwach coraz wyraźniejszy spokój, bo kredyty nieregularne obniżyły się o 72 mln PLN (wzrost o 102% R/R). Wskaźnik kredyty nieregularne/kredyty brutto wyniósł 10,9% i nie zmienił się w relacji do września. Zachowanie się należności nieregularnych jest zgodne z naszymi oczekiwaniami. W naszym scenariuszu oczekiwaliśmy, że największa dynamika przyrostu należności nieregularnych przedsiębiorstw będzie miała miejsce jesienią (październik/listopad). We wrześniu dynamika przyrostu NPL w przedsiębiorstwach sięgnęła 106%, obecnie to 102%. Powoli następuje stabilizacja w tym obszarze. Nie oznacza to jednak, że banki istotnie zmniejszą skalę rezerw w segmencie, to zależeć będzie od zabezpieczeń (lub rewizji zabezpieczeń już istniejących należności niespłacanych). Obserwowane trendy dają jednak optymizm na przyszły rok. W zakresie segmentu gospodarstw domowych oczekujemy opóźnienia o kilka kwartałów w relacji do segmentu przedsiębiorstw. Ponieważ szczytu bezrobocia oczekujemy w pierwszej połowie przyszłego roku uważamy, że wyższe rezerwy w segmencie detalicznym utrzymają się na przestrzeni całego 2010. Wyjątkiem mogą być banki, które już obecnie tworzą wysokie rezerwy na consumer finance. Przyrost należności nieregularnych w segmencie gospodarstw domowych nie będzie jednak tak bolesny jak w przypadku przedsiębiorstw. Oczekujemy wzrostu wskaźnika NPL/kredyty brutto w segmencie gospodarstw domowych do poziomu 6,5% na koniec przyszłego roku.

### Wartość kredytów na nieruchomości

Wartość kredytów na nieruchomości wzrosła w październiku o 3,37 mld PLN, z czego 2 mld PLN przypadło na kredyty złotówkowe, a 1,35 mld PLN na kredyty denominowane w walutach obcych. Widzimy ożywienie w zakresie wolumenów kredytów na nieruchomości. Świadczy o tym nie tylko większy przyrost portfela kredytów złotówkowych, które drugi miesiąc z rzędu rośnie o około 2 mld PLN, ale również większa aktywność w zakresie kredytów walutowych. Efekt rewaluacji portfela (złotówka osłabiła się względem franka szwajcarskiego o około 0,5%) sięgnął prawie 645 mln PLN. I tak wskazuje to jednak, że rośnie portfel kredytów walutowych. Sprzedaż kredytów w październiku można szacować na ponad 4 mld PLN.

### Coraz więcej kredytów mieszkaniowych

Z danych ZBP opublikowanych przez *Parkiet* wynika, że w 3Q09 sprzedano 11 mld PLN kredytów mieszkaniowych (około 9,5 mld PLN w 2Q09 i 7,7 mld PLN w 1Q09). Od początku roku sprzedaż to już 28 mld PLN. Największym sprzedawcą jest PKO BP, który w 3Q09 sprzedał kredyty o wartości 3,2 mld PLN (2,7 mld PLN w 2Q09). Coraz więcej kredytów sprzedaje również BZ WBK (670 mln PLN w 3Q09, wzrost sprzedaży z 29 mln PLN miesięcznie na początku roku, do 300 mln PLN we wrześniu). Dużymi graczami na tym rynku stali się Deutsche Bank PBC (ponad 1 mld PLN w 3Q09) oraz Nordea Bank (ponad 800 mln PLN). W sektorze spłacanych jest obecnie 1,356 mln kredytów mieszkaniowych na łączną kwotę 209,5 mld PLN. W 3Q09 11% kredytów udzielonych było w EUR (w 2Q09 zaledwie 5%), które zastępuje powoli CHF (11% udziału w sprzedaży 3Q09, vs. 24% w 2Q09). Dobre sygnały w kwestii wolumenów. Powtórka sprzedaży z 3Q09 daje 39 mld PLN sprzedanych kredytów. Uważamy, że jest to realne założenie. Jednak odwilż w wolumenach oznacza, że marże zaczynają spadać.

### Wynik netto sektora bankowego po 3Q09 7 mld PLN (-45% R/R)

Wynik netto sektora bankowego obniżył się o 44,6% R/R do poziomu 7 mld PLN, głównie na skutek spadku wyniku odsetkowego i wzrostu odpisów na ryzyko kredytowe. W samym 3Q09 wynik netto sięgnął 2,7 mld PLN i znacznie poprawił się w relacji do pierwszej połowy roku (2,2 mld PLN w 2Q09 i 2,1 mld PLN w 1Q09). Wynik na działalność bankowej spadł o 0,7% R/R, jednocześnie koszty działania wzrosły o 2,7% R/R (CIR na poziomie 50%). Odpisy sięgnęły 8,2 mld PLN (1,8% portfela kredytów w okresie), rosnąc z poziomu 2,6 mld PLN rok temu. Jednocześnie w 3Q09 odpisy sięgnęły 2,6 mld PLN (2,6 mld PLN w 1Q09 i 3 mld PLN w 2Q09). Współczynnik wypłacalności na koniec września 2009 roku wynosił 13,1%, podczas gdy rok wcześniej 11,6%. Jednocześnie KNF podkreślił, że mimo znacznego obniżenia dochodowości w sektorze banki pozostają stabilne. Potencjał rozwoju wzrósł dzięki znacznemu wzrostowi bazy kapitałowej (o 15% od końca 2008). Jednocześnie aktywa wzrosły od końca 2008 o zaledwie 0,6% na skutek ograniczenia tematu wzrostu kredytów (5,8% YTD), spadku należności od sektora finansowego (-21,8% YTD). Jako przyczynę podano również spadek wyceny instrumentów pochodnych przeznaczonych do obrotu, co wynika z zapadaniem i nieodnawianiem pozycji w walutowych instrumentach pochodnych. Diagnoza zgodna z naszymi oczekiwaniami. Oczekujemy, że zysk netto banków pokrywanych przez nas spadnie w tym roku o 1/3. Uważamy, że zyski tych banków spadną mniej niż szerokiego sektora. Uzasadnia to m.in. fakt, że po trzech kwartałach br. ich skonsolidowany zysk spadł o 39,6%, a w samym 3Q09 o 26%. Koszty ryzyka w 3Q09 sięgnęły 1,3% portfela kredytów netto i nie zmieniły się istotnie w relacji do 2Q09. Spadły za to w relacji do 1Q09, głównie na skutek spadku odpisów z tytułu klientów transakcji pochodnych.

### Pengab wzrósł o 4,1 pkt m/m do 27,4 pkt w listopadzie

Wskaźnik koniunktury bankowej Pengab wzrósł w listopadzie o 4,1 pkt m/m do 27,4 pkt. Oznacza to również wzrost w relacji do ubiegłego roku, kiedy sięgał on 24,2 pkt. Skumulowany wskaźnik ocen wyniósł w listopadzie br. 17,9 pkt i był wyższy o 2,6 pkt wobec października, natomiast skumulowany wskaźnik prognoz wzrósł o 5,5 pkt do 36,9 pkt. Poprawę odnotowano na wszystkich badanych rynkach depozytowych w szczególności w zakresie depozytów złotych terminowych. Zauważalne jest jednak osłabienie depozytywnej aktywności klientów indywidualnych, ożywienie odnotowano natomiast wśród przedsiębiorstw. Oczekuje się nadchodzącego zdecydowanego ożywienia na rynku depozytów złotych, zarówno bieżących jak i terminowych. Nastąpiło ogólne osłabienie akcji kredytowej we wszystkich badanych kategoriach kredytów z wyjątkiem kredytów dewizowych. Oczekuje się poprawy na wszystkich rynkach kredytowych, a w szczególności w zakresie kredytów dewizowych. Wg Eugeniusza Śmiłowskiego nastąpiła wyraźna poprawa koniunktury, jednak o tym, że jest dobra zaczniemy mówić, gdy Pengab przekroczy 30 pkt. Pozytywny sygnał. Naszym zdaniem Pengab jest już w trendzie wzrostowym, jednak patrząc na średni poziom wskaźnika od początku roku (18,7 pkt.) chwilę jeszcze potrwa zanim banki trwale odbiją się od dna. Mocny wzrost wskaźnika to w większym stopniu efekt poprawy nastrojów w zakresie oczekiwań.

### Polskie banki nęcą klientów tanimi kredytami w EUR

Banki znowu zaczynają zachęcać do brania kredytów walutowych – tym razem jednak kredytów w EUR. W niektórych instytucjach finansowych marża przy pożyczkach w EUR może spaść poniżej 2%. Kredytów w EUR udziela w tej chwili 13 banków. Najniższą marżę przy tego typu pożyczkach proponuje obecnie DnB Nord – wynosi ona 2,70% W mBanku i Multibanku marża wynosi 3,3%. Czasem jednak można uzyskać jeszcze niższe oprocentowanie, jeśli zdecyduje się na dodatkowe usługi w banku. Minimalna marża to nawet 1,6%. Z perspektywy klienta, który zaciąga kredyt w EUR, jest on eksponowany na maksymalnie kilka lat wahań kursu walutowego, a obecnie może spłacać kredyt przy niższym oprocentowaniu. Z perspektywy banków, łatwiej jest również o pozyskanie finansowania w EUR. Jednak rosnąca konkurencja jak widać już wywiera presję na marże. Uważamy, że marże na kredytach pozostaną na wyższym poziomie niż przed jesienią 2008 (efekt wyższej wyceny ryzyka oraz kosztu pozyskania finansowania), jednak jednocześnie oczekujemy stopniowego spadku marż kredytowych.

### **Pośrednicy finansowi sprzedali 7,93 mld PLN kredytów hipotecznych**

Związek Firm Doradztwa Finansowego ogłosił, że doradcy zrzeszeni w związku pośredniczyli w sprzedaży 7,93 mld PLN kredytów hipotecznych w pierwszych trzech kwartałach br. (rok temu 9,33 mld PLN, -15% R/R). Jedynym pośrednikiem, który zwiększył sprzedaż był Open Finance, który zwiększył sprzedaż do 5,2 mld PLN (4,6 mld PLN). Największe spadki zanotowało A – Z Finanse (-60% R/R, sprzedaż ubiegłoroczna łącznie z Goldenegg) i Expander (-58% R/R, z 2840 mln PLN do 1184 mln PLN). Lider jest wyraźnie jeden i ma on 2/3 rynku pośrednictwa (w ubiegłym roku połowa wolumenu sprzedaży). O ile w Open Finance sprzedaż wzrosła o 13%, to już sprzedaż pozostałej części rynku spadła aż o 42%. Naszym zdaniem w przyszłości Open Finance może rozwijać się co najwyżej w tempie rynku pośrednictwa, a istnieje duże prawdopodobieństwo, że osiągnie dynamiki poniżej rynkowych w zakresie kredytów. Coraz większe znaczenie dla pośrednika będą miały produkty inwestycyjne.

### **Wzrost podaży kredytów dla korporacji?**

Banki zaczynają przychylniej patrzeć na udzielanie kredytów przedsiębiorstwom. Czekają na poprawę kondycji firm. Przedsiębiorcy skarżą się jednak, że warunki stawiane przez banki obecnie, utrudniają zaciąganie kredytów. Wyniki przedsiębiorstw nie dają jednak podstaw do dalszego zaostrzania polityki kredytowej. Zdaniem Ernst&Young przedsiębiorstwa w przyszłym roku będą miały lepszy dostęp do kredytów, w przeciwieństwie do klientów indywidualnych. Wg ekonomistów z BRE Banku od czerwca 2010 dynamika przyrostu kredytów dla przedsiębiorstw będzie się zwiększać. Zgadza się ze scenariuszem dla sektora przedsiębiorstw. Uważamy, że w przyszłym roku to one wykażą się większą dynamiką przyrostu wolumenów. Jednocześnie uważamy, że to od przedsiębiorstw będzie zależał poziom akcji kredytowej. Może okazać się, że na skutek poprawy wyników finansowych i braku konieczności dokonywania inwestycji (wykorzystanie mocy produkcyjnych), poziom odkładanej gotówki jest wyższy niż przyrost wolumenów kredytów. Jednocześnie uważamy, że wolumeny segmentu gospodarstw domowych będą rosły wolniej, ale jest to spowodowane: efektem bazy, opóźnionym wpływem wzrostu stopy bezrobocia, relokacją oszczędności z depozytów przy spadku oprocentowania. Uważamy jednak, że uzyskanie kredytów w segmencie gospodarstw nie będzie trudniejsze niż w tym roku. Po prostu w przedsiębiorstwach w tym roku polityka kredytowa została mocno zaostrzona. Wraz z ociepleniem nastawienia banków wobec korporacji (co jest elementem strategii kilku graczy giełdowych), zaczną naszym zdaniem spadać marże kredytowe i ogólny koszt kredytu. Uważamy, że w relacji do tego roku najtrudniej będzie PKO BP, które po mocnym w zakresie poprawy udziału rynkowego roku, będzie musiał konkurować o wolumeny ze znacznie liczniejszą konkurencją.

### **BIK udostępnił w X '09 1,45 mln raportów (+0,9% R/R)**

Biuro Informacji Kredytowej udostępniło bankom w październiku 2009 roku 1,45 mln raportów kredytowych i monitorujących (+0,9% R/R). W ciągu pierwszych trzech kwartałów br. udostępniono 12,67 mln takich raportów (+11% R/R). W pierwszej połowie roku banki często, zaostrzając kryteria udzielania kredytów i przyglądając się swojej polityce zarządzania ryzykiem kredytowym dokonywały dodatkowych przeglądów istniejących portfeli. Prowadziło to do zwiększonej liczby zapytań w BIK, mimo spadających wolumenów sprzedaży kredytów. Jednocześnie klienci w obawie przed uzyskaniem kredytu, składali wnioski w większej ilości banków.

### **Ankieta NBP – kredytowanie w sektorze bankowym**

Z ankiety NBP przeprowadzonej wśród 30 banków (ponad 83,5% portfela kredytów sektora) wynika, że w 3Q09 banki po raz kolejny zaostrzały politykę kredytową. Skala zaostrzania okazała się mniejsza w przypadku kredytów dla przedsiębiorstw i kredytów mieszkaniowych, podczas gdy wobec kredytów konsumpcyjnych banki utrzymały jej wysoki stopień. Popyt wzrósł, lub utrzymał się na podobnych poziomach w większości kategorii, co wskazuje na to, że spowolnienie dynamiki wzrostu miało charakter podaży. Tylko po stronie długoterminowych kredytów dla przedsiębiorstw zaobserwowano spadek popytu. W 4Q09 banki oczekują niewielkiego złagodzenia polityki kredytowej w zakresie krótkoterminowych kredytów dla przedsiębiorstw, ale zaostrzenia wobec długoterminowych, przy rosnącym popycie na krótkoterminowe finansowanie. W kredytach mieszkaniowych odpowiedzi banków były zróżnicowane, jednak łącznie wskazywały na lekkie zaostrzenie kryteriów ich udzielania. Oczekiwany jest przy tym wzrost popytu na kredyty mieszkaniowe. W przypadku kredytów konsumpcyjnych banki oczekują dalszego zaostrzenia kryteriów udzielania, przy jednoczesnym wzroście popytu. Wyniki ankiety spójne z naszymi oczekiwaniami.

### **W tym roku rynek leasingu skurczy się o ok.29%, w przyszłym wzrośnie o 7%**

Zdaniem przewodniczącego Związku Polskiego leasingu i prezesa EFL, A. Kamińskiego, w przyszłym roku wartość aktywów trwałych oddanych w leasing ma sięgnąć 25 mld PLN i wzrosnąć o 7% w relacji do 2009 roku. W przyszłym roku również oczekujemy stopniowej poprawy koniunktury w segmencie korporacyjnym.

### **Moody's podtrzymał negatywną perspektywę dla polskich banków**

Moody's podtrzymał negatywną perspektywę dla polskich banków, argumentując swoją decyzję pogarszającymi się fundamentami finansowymi. Zdaniem agencji pogorszyło się otoczenie operacyjne, spadła jakość aktywów, niższa jest dochodowość oraz perspektywy wzrostu. Zdaniem analityków Moody's sytuacja polskich banków nie ulegnie znacznej poprawie w kolejnych 12-18 miesiącach. Agencja opisuje zjawiska, które mają miejsce obecnie, a o których mówiono i prognozowano już znacznie wcześniej. Są one uwzględnione w obecnych wycenach rynkowych. Odbudowa poziomu wyników z lat 2007 – 2008 potrwa do 2011 roku.

### **Wartość kredytów w programie "Rodzina na swoim" we IX 550 mln PLN, a w X 575 mln PLN**

Wartość udzielonych kredytów w ramach programu "Rodzina na swoim" wyniosła we wrześniu 549,79 mln PLN, a w październiku 575,2 mln PLN - podał BGK. We wrześniu udzielono 3 070, a w październiku 3 200 kredytów. Od początku roku udzielono 25,4 tys. kredytów o łącznej wartości 4,377 mld PLN. Od początku funkcjonowania programu (styczeń 2007), 35,6 tys. kredytów o wartości 5,665 mld PLN. Najwięcej kredytów udzielono w lipcu br., kiedy udzielono 3,4 tys. kredytów o wartości 605 mln PLN. Utrzymanie się wysokich wolumenów sprzedaży w październiku wskazuje na utrzymanie się dobrej koniunktury w bankach w październiku. Sprzedaż kredytów we wrześniu szacowaliśmy na około 4 mld PLN. Coraz więcej banków staje się bardziej aktywnych na tym rynku. I choć zaczęły spadać marże na kredytach w relacji do 1H09, to dalej istotnie przewyższają one poziomy sprzed jesieni 2008. Do końca tego roku łączna liczba kredytów udzielonych w ramach programu „Rodzina na swoim” wyniesie 40 tys., a w tym roku rząd wyda w ramach systemu dopłat do odsetek około 100 mln PLN. Ministerstwo infrastruktury spodziewa się zatem udzielenia 4,6 tys. kredytów w ciągu dwóch miesięcy. Oznacza to mniejszą średnią miesięczną sprzedaż w relacji do września i października.

### **Od stycznia 2010 obowiązuje Dyrektywa KE – łatwiej zmienić konto?**

Banki w Polsce prowadzą ponad 20 mln rachunków osobistych. Ich roczny koszt prowadzenia to 73 EUR. Od 1 stycznia 2010 zacznie obowiązywać Dyrektywa KE, zobowiązująca bank do którego klient chce przenieść konto do zajęcia się wszelkimi formalnościami, zapewniającymi szybkie przeniesienie regularnych płatności klienta. Może to wywołać rywalizację między bankami w kwestii opłat za prowadzenie rachunków. Na pewno na takie zmiany negatywnie eksponowane są duże banki, z dużą liczbą klientów. Kwestia obecnej atrakcyjności opłat nie ma znaczenia, bo jeśli zaistnieje taka konieczność, każdy bank takie opłaty może szybko zmienić, bo nie będzie raczej ryzykował utraty klienta. Uważamy, że klient polskiego banku w dość ograniczony sposób chce zmieniać bank. Wiąże się to nie tylko z przeniesieniem regularnych płatności, ale również z powiadomieniem wielu urzędów o zmianie (zaczynając od pracodawcy, przez urząd skarbowy a na konieczności aktualizacji danych do działalności gospodarczej kończąc). Uważamy, że na ryzyko utraty klientów najbardziej narażeni są klienci posiadający w banku np. tylko konto osobiste. Klient, który ma kilka produktów w jednym banku, jest mniej skłonny zmieniać rachunek.

### **Mniejsze banki gonią dwóch liderów rynku**

Łącznie w 23 bankach w ciągu roku przybyło ponad 1,3 mln rachunków, do 20,6 mln na koniec września. Największy przyrost, o 315 tys., odnotował Eurobank. Dwóm liderom rynku – czyli PKO BP i Pekao – nie udało się przez ostatnich 12 miesięcy zwiększyć liczby prowadzonych kont osobistych. Zanotowały nawet niewielki spadek. Za to średnie i dynamiczne banki zdobyły w tym czasie nawet po kilkaset tysięcy nowych klientów. Większość banków w tym roku zrewidowała cenniki podstawowych opłat w bankach. Obecnie najwięcej otwiera się kont internetowych, gdzie klient ma szereg bezpłatnych usług. Dużą popularnością cieszą się konta dające darmowy dostęp do wszystkich bankomatów w Polsce. Nowi klienci pojawiają się wraz z poszerzaniem sieci placówek. BZ WBK, który w ciągu roku otworzył 100 nowych oddziałów, pozyskał prawie 190 tys. ROR. A w Nordea Banku, który zaczął być obecny w dużych aglomeracjach miejskich, liczba kont osobistych wzrosła ze 106 tys. do 150 tys. Porównania nie są do końca miarodajne, gdyż banki różnie definiują, co jest kontem osobistym a co nie. Jednak zgadzamy się z obserwowanym trendem. Naszym zdaniem średnie i mniejsze banki będą pod względem zwiększania liczby klientów wyprzedzać dwóch największych graczy.

### **Banki spółdzielcze będą emitować obligacje**

Bank Polskiej Spółdzielczości (BPS) wraz ze zrzeszonymi bankami spółdzielczymi rozpocznie program emisji obligacji, a pozyskane środki będą przeznaczone na podwyższenie kapitałów. Będą to papiery pięcio- lub dziesięcioletnie. Według informacji zebranych przez zrzeszenie z takiej możliwości już teraz chce skorzystać 60 banków spółdzielczych (na 350 zrzeszonych w BPS), które chciałyby tą drogą pozyskać 250 mln PLN. Program emisji obligacji może się zwiększyć nawet do kwoty przekraczającej 500 mln PLN. Nie będą to emisje ratunkowe, a środki mają posłużyć zwiększeniu skali działania. Kolejna grupa banków, która chce pozyskiwać kapitał na rozwój.

### **Polbank wyjdzie na plus w 2010 roku**

Po 1H09 Polbank EFG miał 103 mln PLN straty netto. K. Stańczak, dyrektor generalny, zapowiada, że w 2010 roku bank wyjdzie na plus. Strata w 1H09 była spowodowana znacznym wzrostem kosztów finansowania (wojna depozytowa). Obecnie sytuacja w tym zakresie powoli ulega poprawie, a akcja kredytowa nabiera tempa. W związku z tym, że Polbank jest młodą instytucją, nastawioną na dużą skalę działania, jest znacznie bardziej wrażliwa na wahania koniunktury niż bank działający na rynku od lat. Utrzymywany jest cel wejścia do pierwszej piątki banków w Polsce pod względem aktywów. Nadal są również rozważane plany przekształcenia Polbanku z oddziału instytucji zagranicznej, na polski bank. Wniosek w tej sprawie nie został jednak złożony w KNF. Polbank ma 330 placówek zlokalizowanych w 147 miastach i ponad 600 tys. klientów, z czego w tym roku przybyło 150 tys. Od początku roku pozyskał 3,5 mld PLN depozytów, z czego w 3Q09 400 mln PLN. Portfel oszczędności klientów wzrósł do 10,5 mld PLN. Na koniec 3Q09 portfel kredytów wzrósł do prawie 18 mld PLN. Zagrożenie dla największych banków. Bank wystartował na początku 2006 roku i w tym czasie zbudował portfel kredytów znacznie większy niż posiada np. Bank Handlowy. Utrzymanie takiego tempa wzrostu aktywów będzie odbierało udziały rynkowe innym bankom. Ze względu na wysoki poziom wskaźnika kredyty/depozyty bank był jednym z najbardziej aktywnych graczy w tym roku jeśli chodzi o konkurowanie o depozyty.

### **DnB Nord chce zwiększyć kredyty korporacyjne o 0,5 mld PLN w 2010**

Bank DnB Nord chce zwiększyć portfel kredytów klientów korporacyjnych o ponad 500 mln PLN w przyszłym roku. W 2010 roku bank zamierza pozyskać co najmniej 200 nowych klientów korporacyjnych. Portfel kredytowy wyniósł 5,5 mld PLN na koniec września w tym 3,1 mld PLN stanowiły kredyty klientów korporacyjnych. Obecnie bank posiada ok. 750 klientów korporacyjnych i ok. 30 tys. klientów detalicznych. Suma bilansowa banku wyniosła 7,4 mld PLN. Ma wzrosnąć czterokrotnie do końca 2014 roku. Po trzech kwartałach bank zanotował 48 mln PLN straty netto, co jest głównie efektem zawiązanych rezerw, ale operacyjnie bank jest na plusie. Dość ambitny plan wzrostu (portfel kredytów korporacyjny ma wzrosnąć o około 16% w przyszłym roku). Oznacza to, że bank chce zwiększać udziały w rynku, gdyż zarówno podaż ze strony banków jak i popyt ze strony klientów będzie naszym zdaniem niższy. Plany DnB Nord pokrywają się z naszą oceną sektora. Przyszły rok powinien przynieść odbudowę w zakresie aktywności w segmencie przedsiębiorstw.

### **DZ Bank Polska miał 6,59 mln PLN zysku netto w 3Q09(-30,9% R/R)**

DZ Bank Polska miał 6,59 mln PLN skonsolidowanego zysku netto. Wynik odsetkowy grupy wyniósł 13,77 mln PLN (14,05 PLN przed rokiem), wynik z opłat i prowizji ukształtował się na poziomie 4,23 mln PLN (3,69 mln PLN przed rokiem). Narastająco w 2009 roku bank miał 14,84 mln PLN skonsolidowanego zysku netto wobec 24,50 mln PLN zysku rok wcześniej. Spadek zysku zgodny z trendami w sektorze.

### **Polskie oddziały banków WestLB i RBS na sprzedaż**

Wymaga tego Komisja Europejska, zmuszająca bank do zredukowania aktywów i sprzedaży większości zagranicznych spółek. Wartość księgową WestLB sięga 270 mln PLN, zysk po trzech kwartałach wyniósł 22,5 mln PLN (+32% R/R), WestLB działa nad Wisłą jako bank korporacyjny, obsługuje duże i średnie firmy. RBS w Polsce ma niewielki bank, który – jak WestLB – zajmuje się obsługą firm. Zainteresowanie nie będzie duże, jednak korzystna cena może skłonić obecne już na rynku polskim banki do przejęcia aktywów korporacyjnych w celu wzmocnienia ekspozycji w tym segmencie.

### **FM Bank dla mikrofirm na rynku**

Od lutego zacznie działać FM Bank. Będzie obsługiwać mikrofirmy, czyli takie, które zatrudniają do 10 osób. Ta nisza nie została jeszcze zagospodarowana. FM Bank czeka na licencję operacyjną od KNF. Nadzór dał już zgodę na kierowanie spółką Henrykowi Pietraszkiewiczowi (były szef Noble Banku) oraz Stefanowi Świątkowskiemu (były wiceprezes PKO BP, o którym mówią, że jest specjalistą od ryzyka). Głównym inwestorem FM Banku jest fundusz private equity Abris Capital Partners (89%). Pozostali akcjonariusze nowej instytucji to członek grupy Banku Światowego – International Financial Corporation i Piotr Stępiak (były szef Getin Holding). Abris Capital jest jedynym właścicielem Funduszu Mikro. Pracownicy funduszu staną się pracownikami FM Banku, a sam bank zajmie się m.in. tym, co fundusz robił, czyli kredytowaniem najmniejszych firm. Fundusz Mikro rocznie udziela kredytów ok. 14 tys. firm. Średnia kwota takiej pożyczki to 10 tys. PLN. Prognozuje się, że średnia kwota kredytu udzielanego przez bank zwiększy się do 20 tys. PLN. Maksymalnie bank będzie mógł pożyczyć mikrofirmie 300 tys. PLN. W pierwszym roku działalności portfel kredytowy FM Banku ma wynieść 300 mln PLN. Oprócz kredytów FM Bank będzie oferował firmom rachunki, karty kredytowe i depozyty. Do końca 2010 r. FM Bank ma mieć co najmniej 62 placówki. W tym 38, które obecnie należą do Funduszu Mikro. Zatrudnienie wyniesie 400 osób. Kapitał banku to 150 mln PLN. Ciekawy projekt, o którym słyszeliśmy już wcześniej. Rzeczywiście jest to niezagospodarowana nisza, gdzie banki nie mają specjalnej oferty (za duży klient z perspektywy detalu, za mały z perspektywy segmentu MSP). Jest to jednak segment, gdzie



trudno jest stworzyć ofertę i zarządzać ryzykiem. Uważamy, że najwięcej tego typu klientów może być w PKO BP, co przy dobrej ofercie ze strony FM Banku, może spowodować odejście części z nich.

### **WZ Meritum Banku powołało Sławomira Lachowskiego w skład rady nadzorczej**

Walne Zgromadzenie Meritum Banku powołało do rady nadzorczej Sławomira Lachowskiego, podał bank w komunikacie. W grudniu Meritum Bank, którego strategicznym celem jest pozyskanie 300 tysięcy nowych klientów do 2013 roku, uruchomi nowy system bankowości elektronicznej. Zgodnie ze zmodyfikowaną strategią bank będzie koncentrował się na rozwoju internetowych kanałów dystrybucji. Bank chce się specjalizować w obsłudze mikro- i małych firm, osób prowadzących działalność gospodarczą oraz usługach bankowości personalnej. Nie ma to większego znaczenia dla banków giełdowych, ze względu na bardzo mały obecnie zasięg działalności Meritum Banku. Mamy jednak informację, w której grupie bankowej S. Lachowski się znalazł.

### **BPH – Agencja ratingowa Moody's podtrzymała możliwość podniesienia ratingów**

Agencja Ratingowa Moody's Investors Service podtrzymała możliwość podniesienia ratingów siły finansowej (BFSR) i zobowiązań długoterminowych BPH, które obecnie są na poziomie odpowiednio D- i Baa2. Informacja ta jest następstwem NWZA banku, które jednogłośnie zatwierdziło połączenie BPH z GEMB Polska. Zgoda nadzoru i połączenie prawne są spodziewane do końca bieżącego roku.

### **BPH – GE Money Bank miał 78,98 mln zł zysku netto w 3Q09**

GE Money Bank miał 78,98 mln PLN zysku netto w 3Q09 co oznaczało wzrost o 69% R/R. Wynik odsetkowy wyniósł 256,5 mln PLN (200,1 mln PLN rok temu), wynik z opłat i prowizji ukształtował się na poziomie 83,2 mln PLN (71,2 mln PLN). Wskaźnik ROE po 3Q09 spadł do 10,2% (15,4 % rok wcześniej). Bardzo dobre wyniki GE Money Bank Polska. Stabilny koszt finansowania od spółki matki (bank nie ma znaczącej bazy depozytów od klientów detalicznych) pomógł istotnie poprawić wynik odsetkowy. Pozytywna informacja w kontekście przyszłych wyników BPH. Zgodnie z zapowiedziami prezesa BPH, dzięki połączeniu z GE MB Polska przed końcem br., BPH zakończy cały 2009 rok zyskiem, mimo strat odnotowanych w pierwszej połowie roku.

### **BPH – Wyniki BPH – 3Q09**

Wynik netto na poziomie +22 mln PLN, został wygenerowany dzięki wyższym przychodom, znacznej obniżce wydatków na skutek restrukturyzacji zatrudnienia i optymalizacji sieci oraz wysokim wynikiem w zakresie pozostałych przychodów operacyjnych netto (w poprzednich dwóch kwartałach obciążały go rezerwy na optymalizację sieci placówek). Bank jednocześnie zwiększył skalę odpisów na złe kredyty do poziomu 44 mln PLN (1,8% portfela kredytów netto w okresie). Wyniki nie są zaskoczeniem dla rynku. Przy okazji ogłoszenia wdrożenia planu naprawczego w banku, prezes zapowiedział, że 3Q09 będzie już na plusie, a w całym roku, dzięki połączeniu z GE MB Polska, całoroczny zysk również będzie dodatni. Uważamy, że obecne wyniki BPH nie mają przełożenia na jego wycenę. Decyduje o niej połączenie z GE MB Polska oraz plan strategiczny przedstawiony kilka miesięcy temu.

### **BPH – Bank BPH zaciągnął 120 mln CHF pożyczki podporządkowanej od GECIHC**

Bank BPH zaciągnął pożyczkę podporządkowaną w wysokości 120 mln CHF od GE Capital International Holdings Corporation. Termin spłaty pożyczki ustalono na 10 lat. Zanim zostaną zakwalifikowane jako kapitał podporządkowany, zgodę wydać musi KNF. Dość istotne wsparcie kapitałowe. Środki te stanowią ponad 20% poziomu kapitałów własnych, jakie bank miał na koniec 3Q09.



## BZ WBK (Trzymaj)

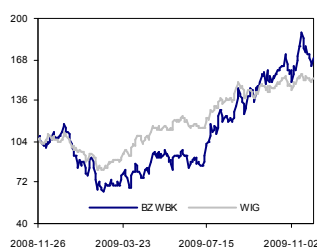
Cena bieżąca: 168,7 PLN Cena docelowa: 173 PLN

Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-02

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	1 286,7	1 635,1	27,1%	1 546,2	-5,4%	1 713,8	10,8%	Liczba akcji (mln)	73,0
Marża odsetkowa	3,5%	3,3%		2,7%		3,0%		MC (cena bieżąca)	12 308,4
WNDB	2 940,6	3 190,0	8,5%	3 245,4	1,7%	3 437,1	5,9%	Free float	29,5%
Wynik operacyjny*	1 395,2	1 575,9	13,0%	1 614,5	2,4%	1 743,6	8,0%		
Zysk brutto	1 391,4	1 211,4	-12,9%	1 063,3	-12,2%	1 229,1	15,6%		
Zysk netto	954,7	855,4	-10,4%	804,8	-5,9%	913,9	13,6%		
ROE	23,0%	18,4%		15,0%		14,7%		Zmiana ceny: 1m	7,8%
P/E	12,9	14,4		15,3		13,5		Zmiana ceny: 6m	82,4%
P/BV	2,8	2,5		2,1		1,8		Zmiana ceny: 12m	65,4%
D/PS	6,0	3,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	189,1
Dywid (%)	3,6	1,8		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	64,5

\* przed kosztami rezerw



Bardzo dobre wyniki 3Q09, skłoniły nas do rewizji naszych prognoz długoterminowych dla BZ WBK. Na lata 2009 — 2010 podnosimy je o prawie 25% ze względu na: szybkie odbudowywanie się wyniku odsetkowego w 2H09 i scenariusz szybszych podwyżek stóp procentowych w przyszłym roku, utrzymanie kosztów ryzyka na poziomie 1,6% w tym roku (551 mln PLN, zgodnie z oczekiwaniami wyrażonymi przez zarząd) i 1,5% w przyszłym. W długim terminie podnosimy nasze prognozy średnio o 6,4% ze względu na wyższy poziom prognozowanych przychodów (głównie wyniku odsetkowego). Uważamy, że rynek zdyskontował już lepszy scenariusz dla BZ WBK. Ze względu na spadek ceny akcji od naszego ostatniego raportu na temat BZ WBK z 17 listopada o 10% podnosimy rekomendację z redukcji do trzymaj.

### 3Q09 – kolejny kwartał bardzo dobrych wyników

Wynik netto na poziomie 264 mln PLN w 3Q09 był o 18% wyższy od naszych prognoz oraz aż o 37% przekroczył konsensus rynkowy (193 mln PLN, PAP). Pozytywnie oceniamy jakość wygenerowanego wyniku, gdyż na poziomie wyniku operacyjnego przed kosztami rezerw rezultat również przekroczył nasze prognozy (jednak już tylko o 7%, 20 mln PLN). Jakość wyniku operacyjnego przed rezerwami oceniamy pozytywnie, gdyż przekroczenie prognoz nastąpiło zarówno na skutek wyższych przychodów (lepszy wynik odsetkowy i wynik handlowy), jak i lepszej dyscypliny kosztowej (koszty spadły o 11% R/R). Istotnym czynnikiem wpływającym na wysoki wynik netto trzeciego kwartału były niższe odpisy na ryzyko kredytowe (97 mln PLN, vs. prognoza 119 mln PLN, 22 mln PLN). Odpisy na ryzyko spadły ze 123 mln PLN w 2Q09, jednak wcale nie wyhamowało tempo wzrostu należności nieregularnych. Wskaźnik NPL/kredyty brutto wzrósł do poziomu 5,4% (4,5% kwartał wcześniej, 2,9% na koniec 2008 roku), a wskaźnik pokrycia NPL rezerwami po raz kolejny się obniżył osiągając poziom 39,9% (40,6% kwartał wcześniej). Współczynnik wypłacalności znalazł się na bezpiecznym poziomie 11,84%, a relacja kredyty/depozyty sięgała 85%. Bank ma zatem potencjał do dalszego rozwoju biznesu. Uważamy, że poziom wydatków, choć pozostanie pod kontrolą, będzie się zwiększał, zwłaszcza w nadchodzącym kwartale (efekt końca roku).

### BZ WBK liczy, że rezerwy w 2009 roku wyniosą około 550 mln PLN

Zdaniem prezesa BZ WBK, poziom rezerw BZ WBK w 2009 r. może oscylować w okolicach 550 mln PLN (być może nieco niższy). Bank chce, żeby w 2010 roku wskaźnik kredytów niepracujących był na poziomie niższym niż dla całego rynku. Prezes dość jasno określił poziom rezerw. Wzrosną one w relacji do 3Q09 z 97 mln PLN do 171 mln PLN. Taki scenariusz uwzględniliśmy w naszych zrewidowanych po wynikach 3Q09 prognozach dla BZ WBK. Uważamy, że w przyszłym roku koszty ryzyka pozostaną na podwyższonym poziomie.

### BZ WBK nie wyklucza wypłaty dywidendy za 2009

Prezes powiedział, że ostateczna decyzja zapadnie w tej sprawie w styczniu. Bank jest dobrze zabezpieczony kapitałowo przy współczynniku wypłacalności na poziomie 12%. Oczekuje się, że wskaźnik ten będzie dalej rósł. Daje to elastyczność w kwestii wypłaty dywidendy. Współczynnik wypłacalności wzrośnie, choćby z powodu zaksięgowania w poczet funduszy zysku za trzeci kwartał (do funduszy wliczane są tylko zaudytowane wyniki). Oczekujemy również bardzo małego, jeśli jakiegokolwiek, wzrostu aktywów ważonych ryzykiem. Z rezerwą podchodzimy jednak do perspektywy wypłaty dywidendy z zysków za 2009 rok. 12% zawiera bowiem już zysk za pierwsze półrocze (zatem wypłata dywidendy obniżyłaby poziom funduszy), a trendy na rynku wskazują zdecydowanie na chęć budowy bazy kapitałowej na przyszły wzrost. Współczynnik wypłacalności BZ WBK jest na bardzo solidnym poziomie, pozwala na rozwój, jednak jego sytuacja różni się od tej w Banku Handlowym czy Pekao, gdzie już obecnie przekracza 15% (wszystkie współczynniki budowane na bazie Tier I).

**BZ WBK wydał ponad 121 tys. kart zbliżeniowych**

BZ WBK w ciągu dwóch lat wydał ponad 121 tysięcy kart zbliżeniowych, które służą do regulowania drobnych płatności. Bez istotnego wpływu na wyniki banku.

**Canadian Imperial Bank of Commerce jest zainteresowany kupnem części aktywów AIB**

Według dziennika „Irish Independent” CIBC mógłby kupić pakiet 24% akcji amerykańskiego M&T należących do AIB. Wartość rynkowa tego banku wynosi około 1,2 mld EUR. Sprzedaż udziałów pozwoliłaby częściowo zaspokoić potrzeby kapitałowe irlandzkiego banku. W połowie września AIB podał, że zamierza pozyskać 2 mld EUR w ciągu 12 – 18 miesięcy. Źródła kapitału mogą być trzy: zaoferowanie inwestorom akcji, sprzedaż strategicznego pakietu lub wyprzedaż aktywów. Im więcej mowy o sprzedaży aktywów poza BZ WBK, tym większe prawdopodobieństwo, że BZ WBK nie zostanie sprzedany. Naszym zdaniem AIB zrobiłby to tylko jako ostatni krok. Obecnie BZ WBK wyceniane jest na 13 mld PLN (ok. 3 mld EUR), a pakiet AIB na 2,2 mld EUR. Jednak BZ WBK pozostaje bardzo zyskowym bankiem (prognoza zysku na ten rok sięga 805 mln PLN), co daje AIB perspektywę dywidend w przyszłości. Jednocześnie BZ WBK wspiera skonsolidowany współczynnik wypłacalności w grupie.

**Odchodzący prezes AIB o BZ WBK**

Eugene Sheehy, odchodzący prezes AIB, powiedział podczas przesłuchania w parlamencie, że wycofanie się z rynku polskiego byłoby błędem. Jego zdaniem nie należy wycofywać się z rynku, który faktycznie wspiera biznes w Irlandii, dając m.in. płynność całej grupie. Zgadza się z tą opinią w całości. Dodatkowo w przyszłości AIB zyskuje perspektywę na stanie się beneficjentem dywidend z BZ WBK. Uważamy, że AIB będzie rozważać sprzedaż polskiego banku, tylko w przypadku, gdy żadne inne metody nie przyniosą oczekiwanych wyników.



## Getin (Akumuluj)

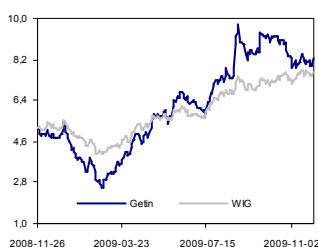
Cena bieżąca: 8,3 PLN      Cena docelowa: 9,32 PLN

Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-02

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	561,2	807,6	43,9%	889,8	10,2%	1 136,6	27,7%	Liczba akcji (mln)	710,9
Marża odsetkowa	3,6%	3,2%		2,7%		3,1%		MC (cena bieżąca)	5 865,2
WNDB	626,4	508,5	-18,8%	223,9	-56,0%	447,6	99,9%	Free float	26,7%
Wynik operacyjny*	902,7	1 079,9	19,6%	1 132,5	4,9%	1 176,3	3,9%		
Zysk brutto	802,4	701,0	-12,6%	347,0	-50,5%	629,3	81,4%		
Zysk netto	626,4	508,5	-18,8%	223,9	-56,0%	447,6	99,9%		
ROE	24,3%	15,2%		6,0%		11,1%		Zmiana ceny: 1m	-1,1%
P/E	9,3	11,5		26,2		13,1		Zmiana ceny: 6m	22,6%
P/BV	1,9	1,6		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m	83,8%
D/PS	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	9,8
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,6

\* przed kosztami rezerw



Wysokie marże kredytowe bieżącej sprzedaży, niższa baza kosztowa (prognozujemy CIR na poziomie 40% w długim terminie, 42,5% w 2011 roku) są motorami budowania ROA w 2011 roku na poziomie 1,9%. Uważamy, że stanie się tak mimo znacznego wzrostu kosztu finansowania na rynku w relacji do poziomów z lat ubiegłych. W przypadku Getin Holding uwzględniamy również fakt, że banki z grupy płacą jedną z najwyższych premii rynkowych za depozyty klientów w sytuacji mocno ograniczonego dostępu do finansowania z innych źródeł. Obok wyższego kosztu depozytów w wynikach uwzględnić należy wyższy profil ryzyka kredytowego jakim charakteryzuje się portfel kredytowy grupy (prognozujemy 3,5% kosztów ryzyka w 2009 roku, vs. 1,5% dla innych pokrywanych banków). Wyniki 3Q09 wskazały na znaczny spadek przychodów w relacji do 1H09 (podnoszony przez wycenę instrumentów pochodnych). Uważamy jednak, że rosnący portfel kredytów i poprawiająca się sytuacja w zakresie dochodowości aktywów, jak również niższe odpisy na ryzyko kredytowe (koniec odpisów na kredyty konsumpcyjne), dadzą poważne argumenty za istotną poprawą zysku netto. Realizacja 448 mln PLN zysku netto w przyszłym roku daje P/E'10 na poziomie niespełna 13 i Getin Holding (najniżej w sektorze). Ze względu na wzrost kursu akcji obniżamy rekomendację z kupuj do akumuluj, dalej pozostając pozytywnie nastawieni do Getin Holding.

### Wyniki 3Q09 – oczekiwane osłabienie dochodowości

Wynik netto na poziomie 46 mln PLN istotnie przekroczył nasze oczekiwania (14 mln PLN) i konsensus rynkowy (30 mln PLN). Jednak na poziomie wyniku operacyjnego przed rezerwami rezultat tylko o 6% przekroczył naszą prognozę i o 7% konsensus rynkowy (215 mln PLN, PAP). Na wyniki Getin Holding, miało wpływ rozwiązanie rezerwy z tytułu podatku w Noble Banku (22,1 mln PLN wpływu na zysk netto w NB). Ma to wpływ na dodatni podatek w grupie Getin Holding. Jednocześnie niższy od naszych prognoz okazał się poziom odpisów na ryzyko kredytowe (178 mln PLN vs. prognoza 186 mln PLN). Wpływ na rezerwy miało rozwiązanie rezerwy w Sombelbanku na kwotę około 9,5 mln PLN w związku ze spłatą zadłużenia przez jednego z klientów. Poziom wyniku na działalności bankowej był zgodny z oczekiwaniami (446 mln PLN vs. prognoza 454 mln PLN), choć wynik odsetkowy okazał się znacznie wyższy od naszych oczekiwań (214 mln PLN) i konsensusu rynkowego (207 mln PLN). W przychodach negatywnie zaskoczył wynik prowizyjny, nieco lepszy okazał się wynik na działalności ubezpieczeniowej (114 mln PLN vs. prognoza 105 mln PLN). Czynnikiem, który zaważył na przekroczeniu przez GH naszej prognozy wyniku operacyjnego były niższe koszty działania banku. Współczynnik wypłacalności Getin Banku sięgał 11,88%, za to w Noble Banku był znacznie niższy i sięgał 10,39%. Publikacja wyników jest neutralna dla naszej oceny perspektyw Getin Holding. Oczekiwaliśmy istotnego obniżenia się dochodowości w grupie w 3Q09 w relacji do 1H09. Nasza ocena opiera się na oczekiwanej poprawie wyników w latach kolejnych.

### Finalizacja sprzedaży Noble Securities w ramach grupy kapitałowej

Getin Holding sprzedał do Noble Banku 79,76% udziałów (2,8 mln akcji uprawniających do 82,73% głosów) w Noble Securities za łączną kwotę 11,93 mln PLN. Jest to zamknięcie wcześniej zapowiedzianej transakcji, która została sfinalizowana w wyniku spełnienia się wszystkich warunków zawieszających. GH zbył wszystkie posiadane akcje.

### Data połączenia Getin Banku i Noble Banku

Noble Bank będzie wnioskował o ustalenie daty rejestracji podwyższenia KZ w związku z połączeniem z Getin Bankiem na 4 stycznia 2010 r. Spółka przewiduje, że obrót akcjami emisji połączeniowej rozpocznie się w 1Q10.



### **Zapisy na akcje w transzy menedżerskiej**

Na akcje serii N GH złożono łącznie 10 zapisów na 1,456 mln akcji. Stanowi to 0,2% liczby dotychczasowych akcji.

### **Noble Bank – wyniki 3Q09**

Wynik netto na poziomie 42,8 mln PLN był na zbliżonym poziomie w relacji do wyników kwartalnych pierwszej połowy roku. Jednak na poziomie zysku brutto widać pogorszenie dochodowości banku, które jest wynikiem spadku poziomu przychodów i wzrostu odpisów na ryzyko kredytowe. W relacji do 2Q09 mocno spadł wynik prowizyjny (spadek przychodów z tytułu sprzedaży kredytów), czego nie nadrobiło poprawienie się wyniku odsetkowego oraz mniejsze straty na wyniku handlowym. Czynnikiem wpływającym na poziom zysku netto był duży zwrot podatku sięgający prawie 17 mln PLN. Dzięki takiemu zwrotowi efektywna stopa podatku narastająco od początku roku sięgnęła zaledwie 2%. Bank otrzymał korzystną interpretację urzędu skarbowego. Wpływ na wynik netto sięgnął 22,1 mln PLN, dodatkowo w raporcie napisano, że może mieć to korzystny wpływ na wyniki w kolejnych kwartałach. Zysk netto zrealizowany po trzech kwartałach 2009 roku sięga 124 mln PLN, co przekłada się na EPS na poziomie 0,58 PLN i daje P/E(1-3Q09) na poziomie 7,6 (po annualizowaniu poniżej 6).



## Handlowy (Trzymaj)

Cena bieżąca: 69 PLN

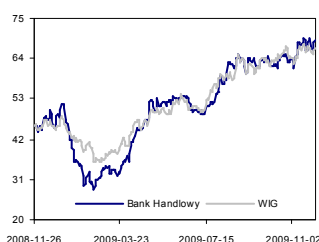
Cena docelowa: 67,8 PLN

Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-05

(m ln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkowy	1 204,4	1 365,8	13,4%	1 520,4	11,3%	1 559,0	2,5%	Liczba akcji (mln)	130,7
Marża odsetkowa	3,2%	3,4%		3,8%		4,1%		MC (cena bieżąca)	9 015,5
WNDB	2 447,1	2 312,8	-5,5%	2 428,8	5,0%	2 428,5	0,0%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	990,3	909,6	-8,1%	1 209,1	32,9%	1 060,9	-12,3%		
Zysk brutto	1 034,2	759,2	-26,6%	707,6	-6,8%	766,5	8,3%		
Zysk netto	824,2	600,4	-27,2%	552,0	-8,1%	605,0	9,6%		
ROE	15,0%	10,7%		9,4%		9,7%		Zmiana ceny: 1m	7,8%
P/E	10,9	15,0		16,3		14,9		Zmiana ceny: 6m	29,9%
P/BV	1,6	1,6		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m	56,1%
D/PS	4,1	4,8		0,0		3,4		Max (52 tyg.)	69,5
Dywid (%)	5,9	6,9		0,0		4,9		Min (52 tyg.)	28,0

\* przed kosztami rezerw



pozytywne zaskoczenie na wynikach 3Q09 przekłada się bezpośrednio na poziom tegorocznego zysku, a ten w większości zostanie przeznaczony na dywidendę. Przy współczynniku wypłacalności na poziomie 15,2% (w całości Tier I) bank jest w stanie wypłacać większość zysków. Obok rewizji prognoz wyników na kolejne lata, po wynikach 3Q09 podnieśliśmy również stopę wypłaty z zysków do 80% (poprzednio 70%). Przy naszej prognozie zysku netto na 2009 roku na poziomie 554 mln PLN daje to 3,39 PLN/akcję i przekłada się na stopę dywidendy brutto na poziomie 5,2%. Handlowy na powrót staje się bankiem z największą stopą dywidendy. Będzie to jeden z trzech banków (poza nim naszym zdaniem również PKO BP i Pekao), które wypłacą dywidendę już w przyszłym roku. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj. Uważamy, że na tle ING BSK zaczyna to być atrakcyjna inwestycja. Wyceny obu banków są obecnie zbliżone, jednak w przypadku Banku Handlowego akcjonariusze będą beneficjentami dywidendy.

### Wyniki 3Q09 – materializuje się scenariusz wyższej dywidendy

Wynik netto na poziomie 285 mln PLN znacznie przekroczył oczekiwania rynku (konsensus PAP 224 mln PLN, nasza prognoza 238 mln PLN). Wynikało to ze znacznego spadku wydatków oraz obniżonego salda rezerw (koszty ryzyka spadły do 167pb, z 485 pb w 1H09). Poziom przychodów zarówno pod względem struktury, jak i poziomu nie odbiegał od naszych prognoz. Negatywnie oceniamy sytuację w zakresie wolumenów banku. Kredyty spadają już 6,4% R/R (-1,6% Q/Q), a depozyty spadły aż o 5,5% Q/Q (i 7,5% R/R). Spadki te ciągną w dół sumę bilansową, która spadła o prawie 8% w ciągu kwartału. Wskaźnik kredyty/depozyty wzrósł do poziomu 72%, jednak kredyty dalej stanowią zaledwie 34% sumy bilansowej. Nie wróży to pozytywnego scenariusza dla poprawy wyniku odsetkowego w kolejnych kwartałach. Wysoki wynik netto ma korzystny wpływ na dywidendę z tegorocznych zysków. W świetle współczynnika wypłacalności na poziomie 15,1% po 3Q09, dywidenda jest przesądzona.

### Nowi członkowie Rady Nadzorczej

Na NWZA, które odbyło się 20 listopada br. powołano na członków RN panów: Stephen Volk (pełni funkcję Vice Chairman of Citigroup, jest odpowiedzialny za sprawy zarówno związane z zarządzaniem wyższego szczebla jak i Bankowością Inwestycyjną, członek Komitetu Wykonawczego Citigroup) i Alberto Verme (pełni funkcję CEO w Regionie EMEA, odpowiada za 21 państw z Europy Środkowo-Wschodniej i Bliskiego Wschodu), na 3 letnią kadencję. Na ZWZA uchwalono również zmiany w statucie banku.



## ING BSK (Trzymaj)

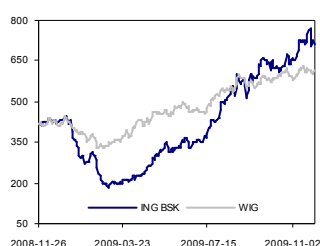
Cena bieżąca: 714 PLN    Cena docelowa: 696 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-02

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	1 047,9	1 152,0	9,9%	1 451,3	26,0%	1 573,8	8,4%	Liczba akcji (mln)	13,0
Marża odsetkowa	2,1%	1,9%		2,1%		2,3%		MC (cena bieżąca)	9 289,1
WNDB	2 008,5	2 060,5	2,6%	2 615,0	26,9%	2 753,1	5,3%	Free float	18,5%
Wynik operacyjny*	640,2	580,4	-9,3%	1 102,4	89,9%	1 184,1	7,4%		
Zysk brutto	787,0	563,1	-28,5%	756,4	34,3%	852,4	12,7%		
Zysk netto	630,7	445,4	-29,4%	600,4	34,8%	676,6	12,7%		
ROE	16,6%	11,1%		13,3%		13,1%		Zmiana ceny: 1m	9,3%
P/E	14,7	20,9		15,5		13,7		Zmiana ceny: 6m	109,3%
P/BV	2,4	2,2		1,9		1,7		Zmiana ceny: 12m	74,1%
D/PS	27,9	11,7		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	770,0
Dyield (%)	3,9	1,6		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	182,1

\* przed kosztami rezerw



Duża liczba klientów detalicznych (głównie depozytowych), zapewniła bankowi stabilność źródeł finansowania w okresie wojny depozytowej i obroniła przed odpływem środków, nawet mimo znacznego dyskonta w ofercie banku względem największej konkurencji (OKO od sierpnia oprocentowane jest na 3,25%, konto oszczędnościowe w PKO BP daje od 3,75% do 4,5%). Po stronie aktywnej przeważa portfel kredytów korporacyjnych, gdzie nawet na udzielonych już kredytach banki mają możliwość renegotiacji marży (w przypadku kredytów hipotecznych nie jest to praktycznie możliwe). Płynny bilans daje też uprzywilejowaną pozycję przy nowej akcji kredytowej (wysokie marże). Jednocześnie historycznie konserwatywnie nastawiony do ryzyka bank, nie ponosi istotnych strat kredytowych. Uważamy, że trendy te będą sprzyjać ING BSK w kolejnych kilku kwartałach, co wyróżni go na tle konkurencji. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami wyniki 3Q09 wyróżniły się pozytywnie na tle sektora. Ze względu na wzrost kursu akcji od naszej ostatniej rekomendacji o 12% zamykamy rekomendację akumuluj. Zalecamy trzymanie akcji ING BSK.

### 3Q09 – solidne wyniki zgodnie z oczekiwaniami wyróżniły się na tle sektora

Wynik netto na poziomie 211 mln PLN był nieznacznie lepszy od naszych oczekiwań i konsensusu rynkowego (192 mln PLN, PAP). Przy solidnym poziomie przychodów (wzrost aż o 14% R/R, jeden z najlepszych banków w sektorze), koszty działania zostały utrzymane pod ścisłą kontrolą (-2,4% R/R, zgodne z naszymi oczekiwaniami). Wynik operacyjny przed rezerwami był na poziomie 301 mln PLN i był aż o 51% wyższy R/R. Okazał się jednak poniżej naszej prognozy na poziomie 315 mln PLN. W 3Q09 bank zaksięgował w wyniku odpisy z tytułu klientowskich instrumentów pochodnych (-26 mln PLN w 3Q09). Nasza prognoza uwzględniała odpisy z tego tytułu w saldzie rezerw. Narastająco od początku roku poziom wyniku operacyjnego zwiększył się o 25%. Poziom wolumenów utrzymał się na stabilnym poziomie Q/Q. Jednocześnie w relacji do ubiegłego roku bardzo agresywnie bank zwiększał portfel kredytów, aż o 32% R/R. Suma bilansowa nie zmieniła się R/R, podczas gdy portfel depozytów spadł o 9% R/R. Bank istotnie zmienił strukturę bilansu (wzrost udziału kredytów w aktywach z 33% do 45%, kredyty/depozyty do 62%), co pozwoliło mu uzyskać świetny wynik odsetkowy i poprawić marżę do poziomu 2,4%. Było to jednak zgodne z naszymi oczekiwaniami i zgodne ze scenariuszem dla ING BSK przedstawionym w ostatnim raporcie analitycznym. Wyniki były bardzo solidne, jednak zgodne z naszymi oczekiwaniami. Pozytywny wpływ na nie miało również kilka czynników jednorazowych. 9 lipca bank sfinalizował umowę sprzedaży portfela należności nieregularnych (wolumen 217 mln PLN), co miało 5,7 mln PLN pozytywnego wpływu na zysk brutto. O 3,7 mln PLN obniżyło to poziom salda rezerw i o 2 mln PLN podniosło wynik przewidywany. Restrukturyzacja zadłużenia PKM Duda doprowadziła do odnotowania zysku brutto na poziomie 7,6 mln PLN, z czego rozwiązano 10,9 mln PLN rezerw, jednocześnie korygując wynik odsetkowy o 3,3 mln PLN. Łączny wpływ brutto tych zdarzeń sięgnął 13,3 mln PLN (szacowany wpływ na zysk netto ok. 11 mln PLN). Po ich wyłączeniu wynik byłby bardzo zbliżony do naszej prognozy (200 mln PLN vs. prognoza 203 mln PLN).

### Kim będzie nowy prezes ING BSK?

Bankowcy, podobnie jak head hunterzy, są przekonani, że Brunona Bartkiewicz zastąpi osobą, która już w grupie pracuje. Jeden ze specjalistów rekrutujących na polskim rynku powiedział, że wskazówką może być to, kto ostatnio został wysłany z Polski do innej, zagranicznej placówki. Jego zdaniem Holendrzy lubią przeszkolić swoich najważniejszych menedżerów w innych państwach, zanim awansują go na lokalnym rynku. Jeśli przyjąć taki klucz wyboru nowego szefa banku, to powinien nim zostać Michał Szczurek, były wiceprezes spółki, który obecnie zasiada w zarządzie TMB Banku w Bangkoku kontrolowanym przez ING. Nie sposób nie

zgodzić się z tezami firm rekrutacyjnych. Również uważamy, że będzie to osoba z grupy. Wniosek z tego jest taki: strategia ING BSK pozostanie niezmieniona.

### **Umowa z ING Commercial Finance**

Bank podpisał aneks do umowy kredytowej w ramach faktoringu odwróconego podwyższający kwotę kredytu do 210 mln PLN. Łączne zaangażowanie sięga 610 mln PLN. ING Commercial Finance należy do grupy ING, jednak nie jest spółką zależną ING BSK.

### **ING BSK chce mieć pod koniec 2010 roku 3 mln klientów**

Bank liczy, że do końca 2010 roku liczba jego klientów wzrośnie do 3 mln, z 2,71 mln obecnie. W ciągu ostatniego roku liczba klientów zwiększyła się o 190 tys., w ciągu samego 3Q09 o 40 tys. Przedstawiciele ING BSK poinformowali, że bank nie ma planów sprzedaży dużych portfeli przeterminowanych kredytów. Z wypowiedzi prezesa wynika, że bank nie planuje wzięcia pożyczki podporządkowanej, co wcześniej rozważał, ze względu na zadowalający poziom współczynnika wypłacalności, który pod koniec września 2009 roku wynosił 12,1%. Wyniki sprostają oczekiwaniom rynku i były bardzo dobre. Oczekujemy, że nawet rosnące w kolejnych kwartałach koszty ryzyka (choć nie oczekujemy ich dużego skoku), nie przeszkodzą zrealizować bardzo dobrych wyników w całym 2009 roku. Pomaga w tym jednak niska baza roku ubiegłego, gdzie w 4Q09 bank odnotował poważną stratę na wycenie instrumentów finansowych. Przyszły rok powinien przynieść kolejną poprawę wyników.



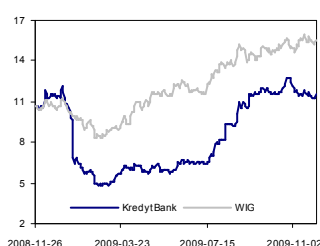


## Kredyt Bank (Trzymaj)

**Cena bieżąca: 11,6 PLN    Cena docelowa: 11,76 PLN**
**Analityk: Marta Jeżewska**
**Data ostatniej aktualizacji: 2009-10-05**

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	871,5	1 059,9	21,6%	1 055,8	-0,4%	1 094,4	3,7%	Liczba akcji (mln)	271,7
Marża odsetkowa	3,5%	3,2%		2,7%		2,6%		MC (cena bieżąca)	3 151,2
WNDB	1 360,2	1 585,9	16,6%	1 536,7	-3,1%	1 571,7	2,3%	Free float	9,4%
Wynik operacyjny*	468,1	531,3	13,5%	570,2	7,3%	603,9	5,9%		
Zysk brutto	499,7	421,1	-15,7%	36,8	-91,3%	145,1	294,6%		
Zysk netto	388,3	324,9	-16,3%	29,4	-90,9%	116,0	294,6%		
ROE	17,9%	13,2%		1,1%		4,2%		Zmiana ceny: 1m	-4,9%
P/E	8,1	9,7		107,2		27,2		Zmiana ceny: 6m	79,3%
P/BV	1,4	1,2		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	11,1%
D/PS	0,4	0,5		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	12,8
Dywid (%)	3,2	4,5		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	4,8

\* przed kosztami rezerw



**Wynik operacyjny przed rezerwami wzrósł po trzech kwartałach o 10% R/R dzięki optymalizacji bazy kosztowej (wydatki -5%, przychody bankowe niezmiennione R/R). Widoczny jest spadek dochodowości aktywów (wskaźnik przychody/aktywa spadł do 4% z 5,4% rok temu). Uważamy, że w przyszłym roku bank częściowo odbuduje dochodowość aktywów (wzrost wyniku prowizyjnego stanowi naszym zdaniem największy potencjał). Ciągłe dużym obciążeniem dla wyniku Kredyt Banku pozostają odpisy na złe kredyty (motorem jest segment consumer finance). Uważamy, że w kolejnych kwartałach koszty ryzyka pozostaną na wysokim poziomie. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.**

### 3Q09 – rezerwy wciąż obciążają wyniki

Wynik netto na poziomie 10 mln PLN okazał się niższy od naszej prognozy (17 mln PLN) i konsensusu rynkowego (22 mln PLN). Wpływ na to miało znacznie wyższe niż zakładane przez nas saldo rezerw (156 mln PLN vs. nasza prognoza 125 mln PLN i oczekiwania rynku 129 mln PLN). Wysokie odpisy w segmencie detalicznym zdecydowały o tym, że zarówno segment detaliczny jak i consumer finance miały stratę operacyjną w trzecim kwartale. Na poziomie wyniku operacyjnego przed rezerwami wynik okazał się o 17% wyższy od naszych prognoz. Różnica procentowo jest znaczna, ale wynika z efektu niskiej bazy i ten rezultat bank zawdzięcza tylko znacznie wyższym pozostałym przychodom operacyjnym netto (22 mln PLN vs. prognoza 5 mln PLN). Na poziomie wyniku na działalności bankowej wynik był zgodny z prognozą zarówno pod względem poziomu jak i struktury. Koszty działania również w sposób nieistotny odbiegały od prognoz. Neutralnie postrzegamy sytuację w zakresie depozytów. Spadły one o 5% z kwartału na kwartał, na skutek spadku portfela produktu Warta Gwarancja i depozytów korporacyjnych. Jednak w tym kwartale zostało to zneutralizowane umocnieniem złotówki, co spowodowało, że wskaźnik kredyty/depozyty spadł ze 125% do 121% z kwartału na kwartał. Współczynnik wypłacalności grupy Kredyt Banku sięgał 11,36%. Poprawił się w relacji do 1H09 (10,78%), w związku ze spadkiem aktywów ważonych ryzykiem. Wyniki ocenilibyśmy neutralnie ze względu na: (i) zgodne z oczekiwaniami zachowanie się głównych pozycji wyniku operacyjnego przed kosztami rezerw, który jednocześnie wzrósł o 25% Q/Q, (ii) niską prognozę wyniku na cały rok. Jednak niepokoi nas rosnące ryzyko kredytowe. Jego dalszy wzrost zagraża stratom w kolejnych kwartałach.

### KBC planuje sprzedaż Żagla z grupy Kredyt Banku

KBC w ramach planu strategicznego planuje sprzedać pośrednika kredytowego Żagiel, należącego do grupy kapitałowej Kredyt Banku. Krok ten nie podważa siły podstawowego modelu biznesowego na tych rynkach. Żagiel posiada około 3% udział w polskim rynku consumer finance. 100% udziałów jest w rękach Kredyt Banku. Prezes Kredyt Bank powiedział, że w jego rozumieniu jeśli KBC ma intencję sprzedaży Żagla, to rozumie to jako sprzedaż spółki, a nie portfela kredytowego z książki banku. Na koniec 3Q09 portfel kredytowy Żagla wynosił 2,67 mld PLN (+9% R/R). Podane liczby dotyczą kredytów brutto, zatem ekspozycja bilansowa jest obniżana przez rezerwy tworzone na niespłacane kredyty. Portfel kredytów gotówkowych Żagla wynosił 1,08 mld PLN, a kredytów ratałnych 1,38 mld PLN. Żagiel jest obecny w detalicznych sieciach handlowych, prowadzi również sprzedaż za pośrednictwem Kredyt Punktów, których na koniec 3Q09 było 200. Sprzedaż pośrednika naszym zdaniem nastąpi szybko, mimo że plan restrukturyzacji rozciąga się na 4 lata (KBC zapowiedziało powrót do polityki wypłaty dywidendy od 2011, czyli już z zysków za 2010 rok). Na obecną chwilę za wcześnie jest jednoznacznie wskazywać czy zostanie sprzedany tylko sam pośrednik, czy może za nim pójdą również aktywa. Sam Żagiel w ubiegłym, rekordowym roku miał aż 111,7 mln PLN zysku netto, co wynika z opłat prowizyjnych jakie Kredyt Bank płaci na rzecz Żagla. W

ubiegłym roku Żagiel sprzedał kredyty o wartości 3,2 mld PLN. Na poziomie skonsolidowanym przychody te są wyłączane. Koszty ryzyka kredytowego i przychody z tytułu posiadanych wolumenów dotyczą samego banku (Żagiel tylko pośredniczy w sprzedaży wolumenu). W tym roku po samym 3Q09 wynik segmentu consumer finance w skonsolidowanych sprawozdaniach banku wynosi – 37 mln PLN, a w pierwszej połowie 2009 miał 12,3 mln PLN zysku (rezerwy były wtedy niższe niż w 3Q09). W ubiegłym roku wynik segmentu consumer finance wyniósł +20,2 mln PLN. Sprzedaż samej sieci sprzedaży nie ograniczy strat na istniejącym już portfelu kredytów. Jednak będzie stanowiła wzmocnienie bazy kapitałowej w Kredyt Banku (zysk z transakcji sprzedaży). Utrzymanie wolumenów sprzedażowych będzie zależało od samej sieci Kredyt Banku. W 3Q09 widać było pierwsze jaskółki większej aktywności placówek bankowych w tym zakresie. Taka sprzedaż dotyczy jednak zupełnie innego profilu klienta. Dużo będzie zależało od strategii całego Kredyt Banku i apetytu na wzrost aktywów ważonych ryzykiem. Ta może być ograniczana przez plany KBC, aby globalna kwota aktywów ważonych ryzykiem w grupie zmalała o 25%. Sprzedaż pośrednika, a nie portfela nie zdejmuje aktywów ważonych ryzykiem z bilansu Kredyt Banku.

### **Zwołanie NWZA na 16 grudnia 2009**

Bank zwołał NWZA, podczas którego mają zostać podjęte uchwały w kwestii zmian w statucie, zatwierdzenia członka Rady Nadzorczej dokooptowanego w trakcie trwania kadencji. Zmiany w statucie dotyczące składu i liczby członków RN. Poprzednio RN miała się składać z 9 lub 11 członków. Zasada nieparzystości ma zostać zachowana, jednak liczby ograniczone do 7 lub 9 osób. Podobnie jak dotychczas ponad połowę stanowić mają osoby z polskim obywatelstwem. Uzasadnieniem dla takiej decyzji jest chęć zoptymalizowania kosztów. Jednocześnie zrezygnowano z zasady dokooptowania członka RN przed walnym zgromadzeniem (zgodne ze stanowiskiem KNF).

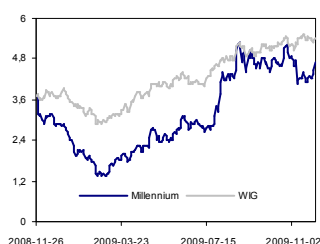


## Millennium (Akumuluj)

**Cena bieżąca: 4,7 PLN      Cena docelowa: 4,96 PLN**
**Analityk: Marta Jeżewska**
**Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-02**

(m ln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkowy	819,9	1 181,3	44,1%	709,0	-40,0%	963,6	35,9%	Liczba akcji (mln)	849,2
Marża odsetkowa	3,0%	3,0%		1,5%		2,1%		MC (cena bieżąca)	3 991,2
WNDB	1 648,2	1 827,5	10,9%	1 401,0	-23,3%	1 673,5	19,5%	Free float	28,0%
Wynik operacyjny*	651,1	657,0	0,9%	377,0	-42,6%	634,3	68,3%		
Zysk brutto	584,6	521,8	-10,7%	-53,3		189,3			
Zysk netto	461,6	413,5	-10,4%	-43,1		153,3			
ROE	19,5%	15,5%				5,4%		Zmiana ceny: 1m	-2,1%
P/E	8,6	9,7				26,0		Zmiana ceny: 6m	68,5%
P/BV	1,6	1,4		1,4		1,4		Zmiana ceny: 12m	51,6%
D/PS	0,2	0,2		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	5,3
Dywid (%)	3,6	4,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	1,4

\* przed kosztami rezerw



**Strata netto na poziomie 87 mln PLN w 3Q09 (66 mln PLN po trzech kwartałach br.) oraz ogłoszenie emisji z prawem poboru w celu pozyskania 1 mld PLN kapitału negatywnie zaskoczyły rynek. Uważamy, że bank nie potrzebuje dodatkowych kapitałów, aby zrealizować nasze prognozy wyników finansowych. Jest to spójne z deklaracjami banku towarzyszącymi emisji, które kładą nacisk na fakt, że nowe kapitały posłużą istotnemu wzmocnieniu pozycji rynkowej. Przy emisji nie ma mowy o ewentualnych nadzwyczajnych stratach. Uważamy, że bank nie osiągnie w 2012 roku ROE na poziomie 15%. Musiałoby to oznaczać poprawę rentowności aktywów większą niż zakładamy w naszych prognozach. Wskaźnik koszty/dochody poniżej 60% zostanie zrealizowany. Naszym zdaniem utworzenie dodatkowych odpisów w takiej skali jak emisja ponad to co obecnie zakładamy jest bardzo mało prawdopodobne. Nasza cena docelowa dla Banku Millennium wyznacza P/BV'09 na poziomie 1,5, co i tak daje prawie 25% dyskonta do mediany dla pozostałych banków. Ze względu na wzrost wyceny od naszego ostatniego raportu (10 listopada) obniżamy rekomendację z kupuj na akumuluj. W dalszym ciągu pozostajemy pozytywnie nastawieni do banku. Dowody na realizację strategii (osiągnięcie 15% ROE) byłyby dla nas bodźcem do podniesienia wyceny.**

### Strategia i plan emisji z prawem poboru

Bank ogłosił nową strategię na lata 2010 – 2012 oraz plan podwyższenia kapitału poprzez emisję akcji z prawem poboru w celu wspierania strategii wzrostu. Bank Millennium przewiduje zrównoważony wzrost poprzez zwiększanie zarówno depozytów jak i kredytów na swoich kluczowych rynkach: detalicznym i przedsiębiorstw. Wzrost ten będzie oparty na istniejącej sieci około 480 oddziałów detalicznych i 30 centrów biznesowych zlokalizowanych w całej Polsce. Celem Grupy jest konsolidacja udziału w rynku detalicznym na poziomie około 7% i w rynku przedsiębiorstw na poziomie około 5% do roku 2012. Pozostałe, główne cele średniookresowe zdefiniowane w strategii na rok 2012 to: zwrot z kapitału (ROE) na poziomie 15%, współczynnik kosztów do dochodów poniżej 60% oraz współczynnik wypłacalności znacznie powyżej minimalnych wymogów regulacyjnych. Ważnym elementem strategii jest plan podniesienia kapitału banku o 1 mld PLN. Bank zamierza wyemitować nie więcej niż 425 mln akcji zwykłych w ramach podwyższenia kapitału maksymalnie 1 mld PLN. Zatem minimalną cenę emisyjną przy założeniu pozyskania 1 mld PLN kapitału, można szacować na poziomie 2,35 PLN/akcję. Na 3 grudnia 2009 bank zwołało NWZA w tej sprawie. Proponowany dzień prawa poboru to 19 stycznia 2010. Podwyższenie kapitału ma być zakończone w 1Q010. Inwestor strategiczny banku, BCP, zapowiedział, że w pełni wykorzysta swoje prawa poboru. Planowane podwyższenie kapitału wynika wyłącznie z planów przyszłego rozwoju banku, gdyż aktualna sytuacja banku nie powoduje potrzeby podwyższenia kapitału. We wrześniu 2009 współczynnik wypłacalności sięgał 11,4%. Planowana emisja podniesie współczynniki kapitału o ponad 300 pb.

### Wyniki 3Q09 – strata netto

Oczekiwaliśmy straty netto w 3Q09, jednak zaskoczyła nas jej skala (87 mln PLN vs. prognoza 5 mln PLN). Konsensus rynkowy zakładał 11 mln PLN zysku netto. Mimo zrealizowanej straty na poziomie 87 mln PLN w 3Q09 (wynik po trzech kwartałach na poziomie -66 mln PLN), bank miał współczynnik wypłacalności na poziomie 11,43% po 3Q09 (uwzględniając wygenerowaną stratę). Wynik odsetkowy na poziomie 190 mln PLN był znacznie powyżej naszych oczekiwań i konsensusu rynkowego (123 mln PLN). Po części wynika to z faktu różnej metodyki prognoz (pro forma lub wynik raportowany). Wynik wzrósł na skutek obniżenia stawek za depozyty detaliczne (co doprowadziło niestety do spadku portfela depozytów detalicznych) oraz spadku kosztu swap'ów na polską walutę (zabezpieczenie portfela kredytów walutowych). Wcześniej w

wynikach pro forma bank umieszczał wycenę instrumentów zabezpieczających walutowych portfel kredytów, który ze względów księgowych nie był w wyniku odsetkowym. Wynik z tytułu prowizji sięgnął 122 mln PLN i był tylko o 4 mln PLN wyższy od naszych oczekiwań. Na poziomie wyniku na działalności bankowej wynik był zgodny z naszymi oczekiwaniami. Pozytywne zaskoczenie po stronie wyniku prowizyjnego i odsetkowego zostało skonsumowane przez znaczny spadek wyniku handlowego (efekt przesunięcia wyceny instrumentów pochodnych do wyniku odsetkowego, a w relacji do naszych prognoz, gorszej koniunktury na rynkach finansowych. W pozostałych przychodach operacyjnych netto bank odnotował dodatkowo 6 mln PLN straty. Koszty działania były zgodne z naszymi oczekiwaniami. Widać, że bank osiąga powoli poziom wydatków, który trudno będzie ograniczać w kolejnych kwartałach, tym bardziej w świetle strategii rozwoju banku. Wynik operacyjny przed kosztami rezerw był poniżej naszych oczekiwań (54 mln PLN vs. prognoza 71 mln PLN), ze względu na kilka czynników, z których żaden w sposób decydujący nie wpłynął na tą różnicę. O 5 mln PLN niższy był wynik na działalności bankowej (efekt słabego wyniku handlowego), o 10 mln PLN niższe od prognozy były pozostałe przychody operacyjne netto i o 3 mln PLN wyższe były wydatki. Bank utworzył aż 160 mln PLN rezerw (1,9% portfela, narastająco od początku roku odpisy sięgnęły prawie 1% kredytów netto). To zadecydowało o stracie netto w 3Q09. Poziom odpisów był tak wysoki ze względu na „nadzwyczajny odpis z tytułu utraty wartości” na poziomie 108,9 mln PLN utworzone ze względu na ekspozycję na segment korporacyjny po dogłębnym przeglądzie portfela kredytowego. Dodatkowo 17 mln PLN odpisano w segmencie leasingowym, o 9 mln PLN podniesiono IBNR ze względu na zaostrzenie kryteriów oceny. Bank utworzył również 46 mln PLN straty na kredyty detaliczne niezabezpieczone. Portfel kredytów hipotecznych wykazywał się dobrą jakością.

### **EBOR przyznał 100 mln EUR pożyczki**

Rada Dyrektorów EBOR zaakceptowała udzielenie średnioterminowej pożyczki walutowej na kwotę 100 mln PLN. Spłata ma nastąpić w ciągu 5 lat. Środki pozyskane w ten sposób mają służyć finansowaniu przez bank klientów sektora MSP, współpraca z którymi stanowi jeden z elementów aktualnej strategii banku. Pozytywna informacja. Bank zaczyna powoli realizować dość ambitną naszym zdaniem strategię.



## Pekao (Redukuj)

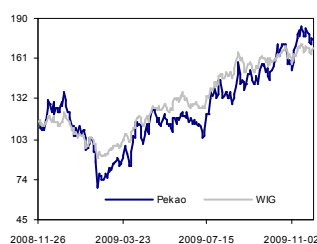
Cena bieżąca: 174 PLN    Cena docelowa: 164,8 PLN

Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-13

(m ln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkowy	4 323,0	4 509,5	4,3%	3 823,3	-15,2%	4 414,0	15,4%	Liczba akcji (mln)	262,2
Marża odsetkowa	3,6%	3,5%		2,9%		3,3%		MC (cena bieżąca)	45 625,0
WNDB	8 314,2	7 578,2	-8,9%	7 077,8	-6,6%	7 843,0	10,8%	Free float	36,7%
Wynik operacyjny*	4 509,5	4 535,0	0,6%	3 446,8	-24,0%	4 142,8	20,2%		
Zysk brutto	4 342,4	4 346,0	0,1%	2 925,8	-32,7%	3 638,4	24,4%		
Zysk netto	3 547,2	3 528,0	-0,5%	2 356,9	-33,2%	2 934,1	24,5%		
ROE	23,1%	23,0%		13,8%		15,5%		Zmiana ceny: 1m	10,6%
P/E	12,8	12,9		19,4		15,5		Zmiana ceny: 6m	45,6%
P/BV	3,1	2,9		2,5		2,3		Zmiana ceny: 12m	59,8%
D/PS	9,0	9,6		0,0		6,3		Max (52 tyg.)	184,6
Dywid (%)	5,2	5,5		0,0		3,6		Min (52 tyg.)	67,9

\* przed kosztami rezerw



Wynik netto na poziomie 620 mln PLN przekroczył nasze oczekiwania (577 mln PLN). Źródłem zaskoczenia były jednak przede wszystkim niższe odpisy na ryzyko kredytowe (wynik operacyjny przed rezerwami 901 mln PLN vs. prognoza 886 mln PLN). Nie ma to wpływu na długoterminowe prognozy, które dla całego sektora bankowego zakładają spadek poziomu odpisów w relacji do portfeli kredytowych (średnio zakładamy 0,5% po 2011 roku). Rewizja poziomu wyniku netto na 2010 rok, wynika z przyjęcia scenariusza szybszego wzrostu stóp rynkowych, a w konsekwencji osiągnięcia lepszej marży odsetkowej netto (3,3% vs. 3,1% poprzednio i 2,9% w całym 2009 roku). Dodatkowo obniżamy założenie dla przyszłorocznych kosztów ryzyka (z -0,8% do -0,7%). Prognozy na lata kolejne nie zmieniły się istotnie. Biorąc pod uwagę wysoki współczynnik wypłacalności (15,3% po 3Q09) podnosimy istotnie stopę wypłaty z zysków. Zakładamy, że już w przyszłym roku bank wypłaci 70% wyniku za 2009 (poprzednio 50%) i stopa ta utrzyma się w horyzoncie kilku lat. W długim terminie, pozostawiamy stopę wypłaty na poziomie prawie 80%. Ma to pozytywny wpływ na wycenę banku. Wypłata dodatkowego kapitału, poprawia długoterminowe ROE, które rośnie z 16,8% do 17,7%. Podtrzymujemy rekomendację redukuj. Uważamy, jednak że wyceny mniejszych graczy w sektorze są atrakcyjniejsze.

### Solidne wyniki 3Q09

Wynik netto na poziomie 620 mln PLN był 7,5% powyżej naszych oczekiwań i o 15% od oczekiwań rynku (konsensus PAP 540 mln PLN). Przyczyną pozytywnej niespodzianki były niższe odpisy na ryzyko kredytowe. Na poziomie wyniku operacyjnego przed rezerwami rezultat był zgodny z naszymi oczekiwaniami i o 13,5% powyżej konsensusu rynkowego. W wyniku operacyjnym pozytywną niespodzianką był poziom wydatków, który spadł aż o 5% Q/Q ze względu na istotne obniżenie kosztów rzeczowych. Lekko poniżej oczekiwań był poziom wyniku handlowego, co miało wpływ na nieco niższy poziom przychodów. Negatywnie zaskakują wolumeny. Depozyty spadły aż o 6% R/R, a kredyty za nimi o 3% Q/Q. Widać istotny spadek wolumenów korporacyjnych. Wskaźnik kredyty/depozyty sięgnął 91%, co pozwala naszym zdaniem bankowi na rozwój w przyszłości (choć obecnie suma bilansowa spada). Współczynnik wypłacalności znajdował się na bardzo wysokim poziomie, 15,3%. Wzrósł on z poziomu 12,2% na koniec roku, zarówno w wyniku zaksięgowania na poczet kapitałów z zysków, jak i spadku aktywów ważonych ryzykiem (m.in. kredytów). Wyniki oceniamy jako bardzo solidne. Stanowią one pozytywną niespodziankę dla konsensusu rynkowego. Wyniki na poziomie operacyjnym były zgodne z naszymi prognozami, poza bardzo niskim poziomem kosztów. Uważamy jednak, że takiego poziomu nie uda się utrzymać w długim terminie i wydatki wzrosną. Podobnie saldo rezerw nie będzie miało przełożenia na długoterminowe prognozy, gdyż zakładamy utrzymanie się podwyższonych odpisów na ryzyko kredytowe w latach 2009 – 2010. Nie mają zatem wpływu na nasze długoterminowe prognozy dla banku Pekao.

### Rezygnacja Jana Krzysztofa Bieleckiego z funkcji prezesa Pekao

Z dniem 11 stycznia J. K. Bielecki przestanie pełnić funkcję prezesa Pekao. Jednocześnie złożył również rezygnację z innych funkcji pełnionych w ramach grupy UniCredit. Data odejścia przypada zaledwie 4 miesiące przed końcem kadencji całego zarządu banku. Nie podano oficjalnie przyczyn rezygnacji. Był prezesem Pekao od 1 października 2003. Podsyca to spekulacje prasowe, że przyczyną rezygnacji może być chęć powrotu na scenę polityczną. Nie podano oficjalnie informacji kto może zostać jego następcą. Ligi Lovaglio, pierwszy wiceprezes banku, jest wskazywany jako kandydat. Zna ten bank jak nikt inny, jednocześnie nauczył się polskiego i zdał nawet egzamin przed nadzorcą. Z perspektywy inwestora istotne jest jak bardzo zmieni się może zarząd po zakończeniu kadencji w październiku br. Jeśli jego skład nie



zmieni się istotnie, raczej nie należy spodziewać się istotnych zmian w strategii banku. W związku z tym, że jest to jeden z dwóch największych banków w Polsce oczekujemy szybkiej reakcji władz banku i ogłoszenia kto będzie następcą. Wpisuje się w strategię inwestora strategicznego, UniCredit. Jednak prasę obiegły informacje, że w przyszłym roku Pekao przejdzie proces dywizjonalizacji. Segmenty działalności w Polsce (przedsiębiorstwa, gospodarstwa domowe) będą bardziej skorelowane z decyzjami w Mediolanie.

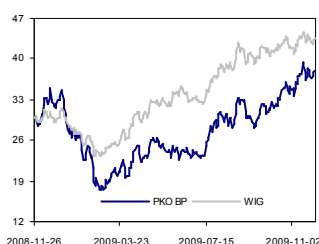


## PKO BP (Redukuj)

**Cena bieżąca: 38 PLN      Cena docelowa: 35,7 PLN**
**Analityk: Marta Jeżewska**
**Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-18**

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	4 646,6	6 127,3	31,9%	5 049,8	-17,6%	6 004,7	18,9%	Liczba akcji (mln)	1 250,0
Marża odsetkowa	4,4%	5,0%		3,5%		3,8%		MC (cena bieżąca)	47 487,5
WNDB	7 444,7	9 096,7	22,2%	8 577,2	-5,7%	9 118,0	6,3%	Free float	48,8%
Wynik operacyjny*	3 661,5	5 092,1	39,1%	4 588,8	-9,9%	5 095,2	11,0%		
Zysk brutto	3 609,2	3 977,3	10,2%	2 957,6	-25,6%	3 910,7	32,2%		
Zysk netto	2 903,6	3 120,7	7,5%	2 303,7	-26,2%	3 086,6	34,0%		
ROE	26,4%	24,1%		13,5%		14,7%		Zmiana ceny: 1m	9,5%
P/E	13,1	12,2		20,6		15,4		Zmiana ceny: 6m	67,9%
P/BV	3,2	2,7		2,4		2,2		Zmiana ceny: 12m	32,8%
D/PS	1,0	1,1		1,0		1,4		Max (52 tyg.)	39,3
Dywid (%)	2,6	2,9		2,6		3,7		Min (52 tyg.)	17,4

\* przed kosztami rezerw



Publikacja danych po 3Q09 wskazała na znaczące wzmocnienie pozycji PKO BP w segmencie korporacyjnym. Zdaniem banku kapitały pozyskane z emisji mają pozwolić na dalszy wzrost udziałów rynkowych. Zakładamy, że w przyszłym roku portfel kredytów ogółem wzrośnie o prawie 10%, depozytów o 9% (oczekiwania dla rynku to odpowiednio 5% i 8,5%). Uważamy, że w długim terminie bankowi coraz trudniej będzie pozyskiwać udziały rynkowe. Oczekujemy zmiany postawy konkurencji. Obecnie niewiele banków patrzy przychylnym okiem na wzrost wolumenów w segmencie korporacyjnym. Poprawa profilu ryzyka zaskakująco innych graczy i utrudni zadanie postawione w PKO BP. Podnosimy nasze prognozy wyników finansowych na najbliższe dwa lata o 18% (lepsze wolumeny, lepsze przychody z prowizji, niższe odpisy na ryzyko). Uważamy, że rynek zdyskontował już pozytywny scenariusz dla PKO BP. Bank wyceniany jest przez P/E10 na poziomie 20,6 i P/E'11 15,4. Podtrzymujemy rekomendację redukcji.

### Wywiady z nowym prezesem - podsumowanie

Prezes jest w trakcie przygotowywania strategii działania na lata 2010 – 2011, która powinna być gotowa w 1Q010. Postawione cele to dwucyfrowy wzrost zysku netto, brutto, jak również sumy bilansowej. Bank ma zwiększać udział w rynku jak i poprawiać efektywność. Za dwa lata ma być bezapelacyjnym liderem sektora w każdej kategorii. Prezes chce zwiększać aktywa w taki sposób, aby w ciągu dwóch lat suma bilansowa sięgnęła około 200 mld PLN. Teraz bank opiera się na 80 mld PLN depozytów indywidualnych i 20 mld PLN depozytów korporacyjnych, ale będziemy chcieli sprawdzić także możliwości pozyskania środków z pieniężnego rynku hurtowego. Chce udzielać do 40 mld PLN nowych kredytów w ciągu dwóch lat, zarówno podmiotom gospodarczym, jak i klientom indywidualnym. W 2010 roku w ofercie banku mają się pojawić kredyty hipoteczne w EUR. Na razie plany stania się bankiem regionalnym należy odłożyć do szuflady. Środki z emisji mają posłużyć przyspieszeniu rozwoju organicznego, jednak prezes nie wyklucza akwizycji. Planowane jest ponowne dokapitalizowanie Kredobanku kwotą 647 mln UAH (230 mln PLN) poprzez pożyczki podporządkowane i objęcie nowej emisji. Ma to nastąpić do marca 2010. W zakresie wyniku netto optymizm jest uzasadniony. Oczekujemy wysokiej dynamiki zysków w dwóch kolejnych latach. Nasza prognoza na 2011 rok zakłada wynik na poziomie prawie 4 mld PLN (na ten rok około 2,3 mld PLN). Uważamy jednak, że dwucyfrowe tempo wzrostu kredytów i depozytów to ambitny plan. Prognozujemy, że kredyty netto wzrosną o około 10% w przyszłym roku, a depozyty o około 9%. O planach dalszego wsparcia banku na Ukrainie wspomiano już wcześniej, obecnie wiemy już jaka będzie tego skala. Widzimy cały czas potencjał do cięcia wydatków. Kolejny prezes zapowiada, że po pełnym wdrożeniu ZSI, wiele funkcji będzie przechodziło do centrali co umożliwi cięcie wydatków, tyle że system miał zostać zakończony znacznie wcześniej. Uważamy, że największy potencjał w samym banku tkwi w segmencie korporacyjnym, gdzie udziały rynkowe znacznie odbiegają od tych w segmencie detalicznym. Od kilku kwartałów widać jednak konsekwentną poprawę.

### Wyniki 3Q09

Wynik netto na poziomie 639 mln PLN o 15% przekroczył nasze oczekiwania (555 mln PLN) i konsensus rynkowy (576 mln PLN, o 10%). Źródłem tego były o 51 mln PLN wyższy wynik na działalności bankowej, o 18 mln PLN niższe wydatki i rezerwy niższe o 37 mln PLN. W wyniku na działalności bankowej największym zaskoczeniem był wynik prowizyjny na poziomie 701 mln PLN (o 57 mln PLN wyższy od prognozy i konsensusu rynkowego na poziomie 644 mln PLN, najwyższa prognoza na rynku 659 mln PLN). Wynik odsetkowy przekroczył prognozę (1196 mln PLN) i konsensus (1167 mln PLN), ale wynika to z włączenia do wyniku odsetkowego wyceny instrumentów pochodnych (zabezpieczenia). Konsekwencją tego był znacznie niższy wynik



handlowy (108 mln PLN vs. 252 mln PLN w prognozie). Współczynnik wypłacalności sięgnął 10,94%, jednak w kontekście przeprowadzonej już w 4Q09 emisji akcji, ulegnie on znacznemu podwyższeniu na koniec roku i bank będzie miał wysoki potencjał do rozwijania sumy bilansowej. Wolumeny wzrosły o około 3% Q/Q (kredyty 3,7% Q/Q, depozyty 3,3% Q/Q). Relacja kredyty/depozyty wyniosła 95% i wzrosła nieznacznie z 94% kwartał wcześniej. Wyniki oceniamy jako dobre, zwracając szczególną uwagę na bardzo dobry wynik prowizyjny.

### **Więcej po wynikach 3Q09**

Zdaniem przedstawicieli zarządu banku, w 2009 roku PKO BP może mieć problemy z odbudowaniem poziomu dochodów z 2008 roku. Jednocześnie oczekiwany jest sezonowy wzrost wydatków związany m.in. z wypłatą bonusów i zamykania licznych projektów w banku. Przedstawiciele banku poinformowali, że bank będzie chciał utrzymać albo poprawić marżę odsetkową. Jednocześnie PKO BP chce utrzymać sprzedaż kredytów hipotecznych na poziomie około 1 mld PLN miesięcznie i sprzedaż kredytów gotówkowych na poziomie 800 mln PLN. W 4Q09 oczekiwany jest wzrost rezerw z tego tytułu w związku z oczekiwanym wzrostem sprzedaży tego produktu. Naszym zdaniem sztuka odbudowy poziomu wyników z 2008 roku się nie uda. Po trzech kwartałach WNDB jest niższy o ponad 6% R/R, a przychody bankowe obniżyły się o prawie 6%. Uważamy, że w przyszłym roku poziom przychodów przewyższy ten z 2008 roku. Sezonowy wzrost wydatków będzie obserwowany w większości banków giełdowych.

### **Nie będzie dywidendy zaliczkowej jeszcze w tym roku**

W tym roku nie zostanie wypłacona dywidenda zaliczkowa z zysku za bieżący rok. Zmiana statutu umożliwiająca taką operację nie została jeszcze zarejestrowana w sądzie. Nie ma to większego przełożenia na kurs, gdyż należy wziąć pod uwagę perspektywę wypłaty większej dywidendy w przyszłym roku. Jest to tylko kwestia odłożenia wypłaty w czasie.



## Paliwa, energetyka, chemia

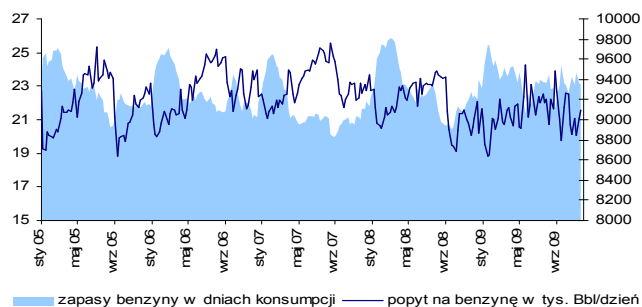
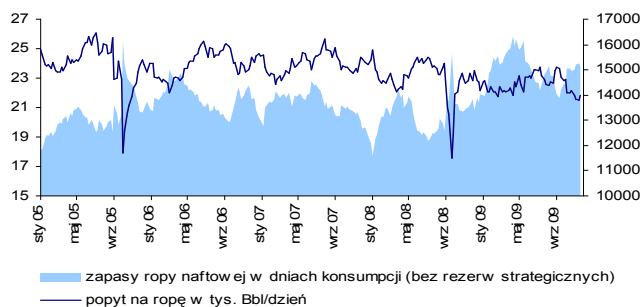
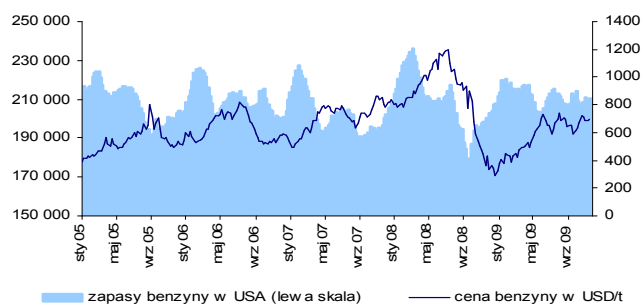
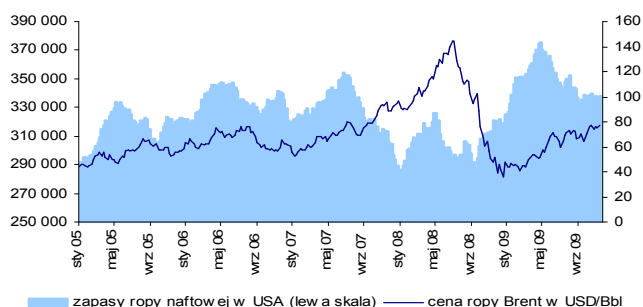
### Ustawa o zapasach- debata

W czasie debaty dotyczącej bezpieczeństwa dostaw ropy do polskich rafinerii, w której wzięli udział m.in. prezesi Orlenu, Lotosu i PERN oraz wiceminister skarbu Mikołaj Budzanowski oraz Maciej Kaliski- dyrektor Departamentu Ropy i Gazu w Ministerstwie Gospodarki, podjęto także kwestię zmian w ustawie o zapasach obowiązkowych. Resort skarbu oczekuje, że projekt powinien trafić do uzgodnień międzyresortowych już wkrótce. Ministerstwo Gospodarki chce aby rezerwy zostały wykupione jednorazowo, co kosztowałoby około 10 mld PLN. Problemem jest właśnie sfinansowanie tej operacji, gdyż nie może ona obciążać budżetu państwa. Obecnie prowadzone są w tej sprawie rozmowy z 2 bankami. Wypowiedzi przedstawicieli resortu skarbu i gospodarki są potwierdzeniem, iż kwestia zmiany systemu zapasów obowiązkowych jest przesądzona. Najważniejsze z punktu widzenia PKN i Lotosu będą szczegóły tych zmian i harmonogram ich przeprowadzenia.

### Spadek produkcji w rafineriach w USA, wzrost zapasów ropy

W listopadzie amerykańskie rafinerie kolejny miesiąc z rzędu obniżyły poziom wykorzystania mocy w związku z sezonowymi przestojami i spadającym w tym okresie popytem na benzynę (spadek o około 1% m/m). Mniejszy popyt ze strony przetwórców ropy, przy zbliżonym poziomie średniego dziennego importu, zaowocował z kolei wzrostem zapasów surowca o 1,9 mln baryłek, czyli 0,6% w relacji do końca października. Pewne pozytywne symptomy można odnotować jedynie na rynku średnich destylatów, gdzie konsumpcja zwiększyła się m/m o 1%, a zapasy obniżyły o 0,5 mln baryłek. Skala tych tendencji jest jednak na razie tylko symboliczna i choć pozwoliła na obniżenie wskaźnika zapasów liczonego w dniach konsumpcji o 5 dni, to nadal wynosi on 45, podczas gdy średnia za ostatnie 5 lat to 33 dni. Podsumowując, odczyty danych udostępnianych przez Departament Energii USA na pewno nie były w listopadzie wsparciem ani dla notowań ropy, ani dla marż rafineryjnych.

### Zapasy ropy i benzyny w USA



Źródło: opracowanie DI BRE na podstawie Departamentu Energii



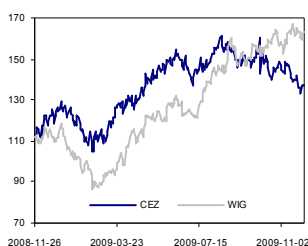
## CEZ (Trzymaj)

Cena bieżąca: 137,3 PLN    Cena docelowa: 140,6 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-04

(mIn CZK)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)
Przychody	174 563,0	181 638,0	4,1%	184 029,2	1,3%	181 819,4	-1,2%	Liczba akcji (mln) 538,0
EBITDA	72 469,0	87 253,0	20,4%	89 223,6	2,3%	86 657,0	-2,9%	MC (cena bieżąca) 73 866,0
marża EBITDA	41,5%	48,0%		48,5%		47,7%		EV (cena bieżąca) 94 840,5
EBIT	50 303,0	65 163,0	29,5%	65 984,7	1,3%	61 535,3	-6,7%	Free float 29,3%
Zysk netto	41 555,0	46 510,0	11,9%	50 343,4	8,2%	47 079,2	-6,5%	
P/E	11,3	11,0		9,2		9,9		Zmiana ceny: 1m -5,0%
P/CE	7,4	7,5		6,3		6,4		Zmiana ceny: 6m -9,1%
P/BV	2,7	3,0		2,4		2,2		Zmiana ceny: 12m 56,2%
EV/EBITDA	7,5	7,0		6,7		7,1		Max (52 tyg.) 161,1
Dywid (%)	2,3	4,6		5,8		6,3		Min (52 tyg.) 105,0



Akcje CEZ w listopadzie, podobnie jak cały sektor energetyczny, zachowywały się gorzej od szerokiego indeksu. Negatywny sentyment wokół koncernu był budowany poprzez obserwowane wyraźne spadki cen energii na rynku niemieckim (około -10% zarówno w kontraktach na 2010, jak i 2011 rok), zamieszanie wokół dochodzenia KE w sprawie łamania konkurencji oraz perspektywę kolejnych ofert publicznych przygotowywanych przez polski resort skarbu (Tauron oraz potencjalnie mniejszościowy pakiet Enei). Nie pomogły także wyniki kwartalne, które okazały się nieco gorsze od rynkowych oczekiwań. Aktualnie CEZ wyceniany jest już naszym zdaniem podobnie do zachodnich koncernów energetycznych (EV/EBITDA na ten rok na poziomie 6,7) i blisko naszej ceny docelowej, dlatego nie widzimy podstaw do zmiany naszej neutralnej rekomendacji. Tym bardziej, że w najbliższych kwartałach nie spodziewamy się istotnej poprawy wyników Spółki. Podtrzymujemy naszą opinię, że atrakcyjniejsze inwestycyjnie są PGE oraz Enea.

### Wyniki 3Q nieco poniżej konsensusu

Skonsolidowane wyniki Grupy CEZ za 3Q'2009 nie odbiegają istotnie od naszych prognoz, które kształtowały się nieco poniżej rynkowego konsensusu. Spadek zysku EBITDA w ujęciu r/r to przede wszystkim efekt niższej o prawie 9% produkcji energii elektrycznej (w tym wyżej marżowej energii jądrowej o 4,4%), dodatkowych kosztów związanych z nowymi inwestycjami (koszty osobowe związane z rozbudową mocy w Czechach, a także budową farm wiatrowych w Rumunii), konsolidacją nierentownych aktywów dystrybucyjnych w Albanii oraz brakiem przychodów ze sprzedaży certyfikatów CO2 (rok temu wyniosły 1 mld CZK). Na poziomie netto udało się ujemną dynamikę wyników praktycznie w pełni zamortyzować, ale tylko dzięki pozytywnej księgowej wycenie opcji na akcje MOL, w związku ze wzrostem kursu tego koncernu. To właśnie ta pozycja pozwoli w naszej opinii na przekroczenie tegorocznej prognozy zysku netto (nasze szacunki są zbliżone do prognozy Zarządu), aczkolwiek na poziomie EBITDA potencjału do istotnych odchyżeń raczej nie widzimy. Perspektywa roku 2010 pozostaje nadal mało optymistyczna (my zakładamy lekkie pogorszenie skonsolidowanych wyników), przede wszystkim ze względu na spodziewany spadek efektywnej ceny energii, który trudno będzie zneutralizować cięciem kosztów i planowaną wyższą produkcją w elektrowniach jądrowych.

### Umowa na zakup aktywów Dalkia

CEZ podpisał umowę na zakup 85% udziałów w spółce Dalkia Usti nad Labem (spółka zależna Dalkia Czech Republic) z opcją odkupienia pozostałych 15% za łączną kwotę 6,3 mld CZK. Jednocześnie CEZ uzgodnił nabycie 15% udziałów w Dalkia Czech Republic za 3,6 mld CZK od Veolia Environment (dotychczasowi główni akcjonariusze to branżowi inwestorzy Veolia Environment 51,1% oraz EDF 25,3%). Bazując na danych finansowych Dalkia CR, wspomniany 15% pakiet w tej Spółce CEZ kupuje przy P/E 11,1 i EV/EBITDA 6,3 co można uznać za wycenę bliską rynkowej. Wartość kupowanej spółki zależnej (Dalkia Usti nad Labem) stanowi około 26% wartości spółki matki, podczas gdy jej udział na poszczególnych parametrach operacyjnych wygląda następująco: moc cieplna zainstalowana (14%), moc energetyczna zainstalowana (16%), wolumen sprzedaży ciepła (18%), liczba obsługiwanych klientów (11%). Ta dysproporcja między wyceną, a udziałem Dalkia Usti nad Labem na poziomie skonsolidowanym, może wynikać z pozycji gotówkowej tej spółki zależnej, gdyż większość skonsolidowanego długu Dalkia CR to pożyczka od spółki matki Dalkia International (udziałowcami Dalkia International są Veolia 66% i EDF 34%). Fakt, iż CEZ kupuje udziały w Dalkia CR od koncernu Veolia (dotychczas właściciel 51% udziałów) może oznaczać, że jest szansa na zakup kolejnych pakietów od tego akcjonariusza.

### Podejrzenie o łamanie zasad konkurencji

Urzednicy Komisji Europejskiej dokonali inspekcji biur CEZ w związku z podejrzeniem o prowadzenie przez Spółkę niezgodnych z prawem działań utrudniających konkurencję,



prowadzących do zawyżania cen energii elektrycznej na rynku hurtowym w Czechach. CEZ zapowiedział pełną współpracę z unijnymi urzędnikami, zastrzegając jednocześnie że wszystkie praktyki Spółki są w jej opinii zgodne z obowiązującym prawem. Wydaje się, że do czasu rozstrzygnięcia tego postępowania, te informacje powinny mieć ograniczony wpływ na notowania. Przypominamy, że CEZ jest już stroną postępowania w czeskim urzędzie antymonopolowym w sprawie współpracy przy akwizycjach z EnBW i J&T. Dopiero ewentualne kary mogą znów osłabić kurs akcji CEZ.



## Ciech (Trzymaj)

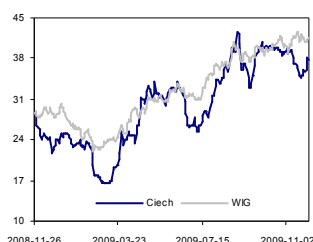
Cena bieżąca: 37,8 PLN

Cena docelowa: 41,7 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-10-06

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 415,0	3 781,3	10,7%	3 658,7	-3,2%	3 885,2	6,2%	Liczba akcji (mln)	28,0
EBITDA	222,3	459,7	106,8%	420,9	-8,4%	466,3	10,8%	MC (cena bieżąca)	1 058,4
marża EBITDA	6,5%	12,2%		11,5%		12,0%		EV (cena bieżąca)	2 709,1
EBIT	43,0	256,4	496,6%	196,1	-23,5%	221,2	12,8%	Free float	35,6%
Zysk netto	-31,7	44,5		37,0	-16,8%	80,4	117,2%		
P/E		23,8		28,6		13,2		Zmiana ceny: 1m	-3,1%
P/CE	7,2	4,3		4,0		3,3		Zmiana ceny: 6m	17,2%
P/BV	1,0	1,2		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	45,4%
EV/EBITDA	10,1	5,9		6,4		5,9		Max (52 tyg.)	42,7
Dywidenda (%)	5,6	5,5		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	16,4



**Wyniki Ciechu za 3Q nie przyniosły przełomu i gdyby nie przychody ze sprzedaży kawern Spółka zanotowałaby stratę operacyjną. Kolejny kwartał powinien być już co prawda lepszy, szczególnie w segmencie organicznym, ale wyraźnej poprawy można oczekiwać dopiero w przyszłym roku przy założeniu kontynuacji ożywienia światowej koniunktury. W tym kontekście utrzymujemy rekomendację trzymaj. W najbliższym czasie ustosunkujemy się do naszych prognoz i wyceny w raporcie analitycznym.**

### 3Q - wyższa strata na działalności finansowej

Wynik operacyjny Ciechu w 3Q'09 wyniósł 3,7 mln PLN i był nieco niższy niż oczekiwane przez nas 7,6 mln PLN. Inna też była struktura wygenerowanych zysków w podziale na poszczególne segmenty. Największym negatywnym zaskoczeniem okazał się segment sodowy, który osiągnął zysk operacyjny na poziomie 34,5 mln PLN wobec oczekiwanych 51,6 mln PLN, mimo zaksięgowania zgodnie z planem przychodów ze sprzedaży kawern na poziomie 12 mln PLN. Głównym powodem tego odchylenia był prawdopodobnie niższy wolumen sprzedaży. Segment organiczny z kolei wypracował lepszy rezultat niż oczekiwaliśmy (-9 mln PLN vs. -25 mln PLN), co było efektem niższych niż zakładaliśmy kosztów surowcowych (w mniejszym stopniu odzwierciedlone wyższe ceny ropy). Na działalności agrochemicznej również Spółka wypracowała niższą niż oczekiwaliśmy stratę operacyjną (-13,1 mln PLN vs. -21 mln PLN). Lepsze wyniki na agrochemii i organicznej zneutralizowały więc negatywne odchylenie na segmencie sodowym. Na poziomie działalności finansowej Ciech zanotował jednak znacznie wyższe koszty finansowe niż szacowaliśmy (saldo -61,6 mln PLN vs. oczekiwane -39,9 mln PLN), co zapewne wynikało z niższych dodatnich różnic kursowych na instrumentach pochodnych (miały one w naszych kalkulacjach równoważyć koszty różnic kursowych na pożyczce do spółki zależnej). W 3Q'09 Ciech wypracował 130 mln PLN przepływów z działalności operacyjnej z uwagi na dodatnie saldo na kapitale obrotowym, co z kolei było przede wszystkim efektem obniżenia należności (realizacja płatności za kawerny na poziomie 17 mln EUR). Pozwoliło to na obniżenie długu netto o 81 mln PLN do poziomu 1,56 mld PLN.

### Przedłużenie umowy standstill

Ciech uzgodnił z bankami wydłużenie obowiązywania umowy standstill do 15 grudnia, co powinno pozwolić na dokończenie prowadzonych negocjacji w sprawie konsolidacji zadłużenia Grupy (wcześniej planowano zakończenie rozmów do końca października). W ramach tego procesu Spółka przekazała już bankom prognozy finansowe. W ramach procesu zaangażowanym bankom przekazane zostały pakiety informacyjne obejmujące projekcje finansowe, memorandum informacyjne, raport doradcy rynkowego i warunki finansowania. Rozpoczęło się także prawne due diligence w celu przygotowania do podpisania umów i ustanowienia zabezpieczeń. Informacja ta jest zgodna z ostatnimi zapowiedziami Zarządu. Tak jak pisaliśmy wcześniej, opóźnienie zakończenia negocjacji z bankami wpłynie zapewne także na wydłużenie procesu prywatyzacji, gdyż potencjalni inwestorzy będą czekali na uporządkowanie kwestii długoterminowego finansowania. Według prasowych doniesień pierwotnie MSP oczekiwał na złożenie wiążących ofert do 19 listopada.

### MSP sprzedaje resztówkę Alwerni

17 grudnia MSP ma wystawić na sprzedaż 25% pakiet Alwerni, w której Ciech posiada 73% udziałów. Na zgłoszenia inwestorów i wpłacenie wadium (3,3 mln PLN) resort będzie czekał do 14 grudnia. Ciech na razie nie zadeklarował chęci udziału w tym przetargu. Alwernia zajmuje się sprzedażą nawozów, związków fosforu i związków chromu. W ubiegłym roku jej przychody sięgnęły 185 mln PLN, a zysk netto 33 mln PLN. Tak wysoka rentowność nie jest jednak w naszej opinii powtarzalna i była efektem sprzyjających ruchów cen na rynku fosforowym. W 2007 roku zysk netto Alwerni wyniósł tylko 1 mln PLN. W kontekście prowadzonego procesu prywatyzacji i rozmów z bankami nie wydaje się, aby to był dobry moment dla Ciechu na decyzje o wykupie resztówek. Wartość bilansowa posiadanego przez Ciech pakietu Alwerni wynosi 55 mln PLN, co implikuje wartość resztówki MSP na poziomie 18,8 mln PLN.



## Lotos (Redukuj)

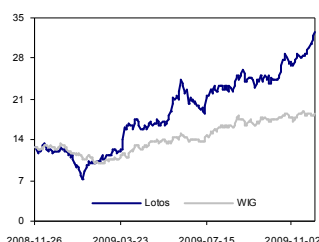
Cena bieżąca: 32,5 PLN

Cena docelowa: 26,6 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-01

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	13 125,1	16 294,7	24,1%	14 745,3	-9,5%	18 048,2	22,4%	Liczba akcji (mln)	129,9
EBITDA	1 019,9	169,2	-83,4%	767,9	353,9%	777,0	1,2%	MC (cena bieżąca)	4 220,9
marża EBITDA	7,8%	1,0%		5,2%		4,3%		EV (cena bieżąca)	9 891,6
EBIT	713,7	-145,8		468,5		439,5	-6,2%	Free float	36,0%
Zysk netto	777,2	-453,9		728,2		392,1	-46,2%		
P/E	4,8			5,8		10,8		Zmiana ceny: 1m	22,2%
P/CE	3,4			4,1		5,8		Zmiana ceny: 6m	46,1%
P/BV	0,6	0,7		0,7		0,6		Zmiana ceny: 12m	177,8%
EV/EBITDA	4,4	43,1		12,9		14,6		Max (52 tyg.)	32,5
Dywid (%)	1,1	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	7,3



W ostatnim miesiącu akcje Lotosu wzrosły o 20% i zachowywały się znacznie lepiej zarówno od indeksu WIG20 (+3,4%), Orlenu (+2%) jak i szerokiego indeksu branżowego MSCI Energy (-0,5%). W naszej opinii doprowadziło to do wytworzenia się znaczącej premii w wycenie Spółki. W szczególności jest ona widoczna na tle krajowego konkurenta, nie tylko we wskaźniku EV/EBITDA na rok przyszły (12,3 Lotos, 4,8 Orlen po uwzględnieniu zapasów obowiązkowych), ale również w przedstawionej w naszym ostatnim raporcie analizie wyceny rynkowej wg. sumy części. Przeprowadzona kalkulacja wskazuje, iż inwestorzy wyceniają rafinerijne moce przerobowe Lotosu (już po zakończeniu programu 10+) o ponad 30% wyżej od potencjału rafinerii należących do PKN (w przeliczeniu na tonę przerobu). Naszym zdaniem to porównanie opiera się na konserwatywnej wycenie pozostałych aktywów Orlenu. W tym kontekście zalecamy redukcję akcji Lotosu wskazując, że znacznie ciekawszą inwestycją przy obecnych niekorzystnych warunkach makro dla sektora rafinerijnego są akcje Orlenu.

### Wyniki 3Q lepsze od oczekiwań, ale...

Skonsolidowane wyniki Lotosu za 3Q okazały się znacząco lepsze od naszych oczekiwań, a głównym źródłem zaskoczenia był segment rafinerijny, który mimo słabego otoczenia makro zanotował bardzo dobry wynik, nawet po oczyszczeniu go o wpływ przeszacowania zapasów ropy. Na tak dobry rezultat wpływ miały m.in. wyższe marże na sprzedaży asfaltów, wyższe zyski na dystrybucji oraz dodatnie różnice kursowe na poziomie działalności operacyjnej zanotowane na transakcjach zakupu ropy (odwrotny efekt do tego jaki obniżył zyski Lotosu w 1Q'09 o 134 mln PLN), stąd nie można zakładać że w kolejnych kwartałach EBITDA segmentu w przeliczeniu na Bbl będzie także lepsza od benchmarku (EBITDA jednostkowa 15,1 PLN/Bbl vs. marża+dyferencjał 11,9 PLN/Bbl). Poprawy można natomiast spodziewać się w segmencie wydobywczym, który ponownie rozczarował wynikami i prawdopodobnie dopiero w 4Q zaskięguje zyski z wydobytej w tym roku ropy. Dodatkowym obciążeniem poziomu EBIT w 3Q było ujemne saldo na pozostałej działalności (-20 mln PLN), które wynikało przede wszystkim z odpisu należności od spółki Krak-Gaz w kwocie 21 mln PLN. Na poziomie działalności finansowej saldo wyniosło 514 mln PLN (nasze szacunki to 497 mln PLN), na co złożyły się przede wszystkim dodatnie różnice z przeszacowania kredytów (433,9 mln PLN vs. oczekiwane 437 mln PLN), zyski na hedgingu walutowym (56 mln PLN vs. oczekiwane 41 mln PLN) oraz straty na hedgingu marży rafinerijnej na poziomie -22 mln PLN (my oczekiwaliśmy saldo bliskie zera). Poza tym Lotos wbrew naszym oczekiwaniom nie zanotował istotnych strat na transakcjach zabezpieczających stopę procentową (-2,5 mln PLN vs. oczekiwane przez nas -30 mln PLN). Dodatkowo Spółka zanotowała 30,8 mln PLN zysku na tym poziomie z tytułu utraty kontroli nad spółką zależną Krak-Gaz, czego w naszych prognozach nie zakładaliśmy. Ostatecznie na poziomie netto zysk wyniósł 579 mln PLN, czyli o 22% więcej niż nasza prognoza.

### Wydłużenie koncesji i przeszacowanie zasobów

Petrobaltic otrzymał decyzję Ministerstwa Środowiska o wydłużeniu koncesji wydobywczej na złożu B8 o 15 lat. Jednocześnie Spółka dokonała przeszacowania zasobów wydobywalnych na tym polu o 30% do 3,5 mln ton ropy. Łącznie zasoby wydobywalne Grupy Lotos wynoszą więc obecnie 6,5 mln ton. W naszym modelu zakładamy, że wydobyte ze złoża B8 pojawi się w roku 2012 i wyniesie 450 tys. ton w skali roku. Na razie te przeszacowania nie powinny mieć wpływu na kurs.

### Prezes o wynikach 4Q

Prezes Paweł Olechnowicz zapowiedział, że Lotos powinien osiągnąć w 4Q dobre wyniki finansowe mimo braku poprawy marż i dyferencjału. Raportowane wyniki Lotosu w 4Q powinny rzeczywiście być dobre, ale w naszej opinii głównie za sprawą efektu LIFO (około 50-60 mln PLN) i dodatnich różnic kursowych na kredytach dolarowych na poziomie 120-130 mln PLN. Spodziewamy się natomiast pogorszenia jakości wyników operacyjnych w ujęciu q/q.



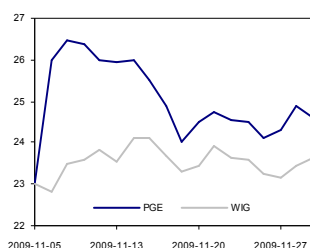
## PGE (Kupuj)

Cena bieżąca: 24,6 PLN      Cena docelowa: 27,49 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-04

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	23 090,7	20 597,8	-10,8%	22 382,3	8,7%	22 036,6	-1,5%	Liczba akcji (mln)	1 730,1
EBITDA	5 975,1	5 846,9	-2,1%	7 958,9	36,1%	7 788,4	-2,1%	MC (cena bieżąca)	42 542,9
marża EBITDA	25,9%	28,4%		35,6%		35,3%		EV (cena bieżąca)	50 498,5
EBIT	2 134,3	3 262,3	52,8%	5 309,7	62,8%	5 010,8	-5,6%	Free float	15,0%
Zysk netto	3 967,9	1 920,2	-51,6%	3 316,2	72,7%	3 256,3	-1,8%		
P/E	9,1	18,8		12,8		13,1		Zmiana ceny: 1m	
P/CE	4,6	8,0		7,1		7,1		Zmiana ceny: 6m	
P/BV	1,7	1,6		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	8,1	8,4		6,3		6,7		Max (52 tyg.)	26,5
Dywid (%)	0,6	1,2		2,2		3,9		Min (52 tyg.)	23,0



Akcje PGE od zamknięcia z dnia debiutu spadły prawie o 5%, co wpisuje się w negatywny sentyment inwestorów do całego sektora energetycznego z uwagi na zapowiadane przez Skarb Państwa kolejne duże oferty prywatyzacyjne. Obawy rynku nadal budzi też kwestia spornych rekompensat KDT, tym bardziej, że konkurencyjna Enea zdecydowała się odpisać część przychodów z tego tytułu. Decyzja sądu w tej sprawie to jednak kwestia co najmniej kilku miesięcy, a przedstawione przez Spółkę na ostatnim spotkaniu z analitykami wyjaśnienia pozwalają na większy niż dotychczas optymizm w tym obszarze (kalkulacje PGE dotyczące rekompensat w pełni opierają się na załącznikach do ustawy o KDT, a dodatkowo wiele wskazuje na to, że jest szansa na kompromis z URE w kwestii uwzględnienia kosztów CO<sub>2</sub>). W tym kontekście biorąc pod uwagę, że Spółka jest wyceniana z ponad 11% dyskontem na EV/EBITDA'09 do porównywalnych podmiotów z sektora, a w przyszłym roku nie odczuje w przeciwieństwie do zachodnich konkurentów spadku cen energii w sprzedaży hurtowej, podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla akcji PGE.

### Po 3Q nasza roczna prognoza niezagrożona

W 3Q 2009 PGE wypracowało 727 mln PLN zysku netto dla akcjonariuszy jednostki dominującej, co implikuje 2,5 mld PLN zysku netto po trzech kwartałach, czyli 76% naszej rocznej prognozy. Na poziomie operacyjnym Spółka wygenerowała 1,1 mld PLN zysku, w tym 788,8 mln PLN w segmencie wytwarzania energii, który zaksięgował w tym, okresie 297 mln PLN przychodów z tytułu rekompensat KDT wobec 394,6 mln PLN przed rokiem. EBIT segmentu wytwarzania energii po trzech kwartałach wykonał 76% naszej rocznej prognozy. W przypadku segmentów sprzedaży detalicznej i dystrybucji wykonanie naszych prognoz jest nieco niższe (odpowiednio 72% i 69%), ale wynika to z sezonowości i nie widzimy zagrożenia dla rocznych szacunków. Bardzo dobry wynik na poziomie 149 mln PLN zanotował natomiast segment sprzedaży hurtowej, który po 3 kwartałach wykonał już 87% naszej rocznej prognozy (rok temu wynik segmentu po oczyszczeniu o jednorazowy odpis wyniósł 116 mln PLN). W 3Q09 PGE nie zanotowała żadnych istotnych przychodów/kosztów o charakterze jednorazowym (saldo na pozostałej działalności operacyjnej wyniosło +7 mln PLN vs. -132 mln PLN rok temu). Na poziomie działalności finansowej saldo wyniosło -47 mln PLN vs. -90 mln PLN (różnica r/r to efekt wysokich dodatnich różnic kursowych związanych z przeszacowaniem walutowych pozycji bilansowych). Dodatkowo Spółka zanotowała 75 mln PLN zysku z jednostek konsolidowanych metodą praw własności. Po uwzględnieniu zysku netto przyporządkowanego akcjonariuszom mniejszościowym (200 mln PLN) skonsolidowany wynik netto wyniósł 727 mln PLN. Wysoki poziom przepływów operacyjnych (2 mld PLN w 3Q'09) stwarza z kolei szansę na obniżenie długu netto na koniec roku w stosunku do naszej prognozy (po uwzględnieniu gotówki z emisji oczekujemy zadłużenia netto w kwocie 65 mln PLN). Sporym ryzykiem pozostaje nadal nierozstrzygnięty spór z URE o wysokość rekompensat z tytułu KDT, a obawy inwestorów może w krótkim terminie zwiększać decyzja konkurencyjnej Enei o odpisaniu całości spornej kwoty w raporcie za 3Q'09. Decyzji sądu w tej sprawie nie należy się jednak spodziewać w najbliższych tygodniach.

### Rekompensaty KDT vs. decyzja Enei

Łączna wartość przychodów z tytułu rekompensat zaksięgowanych przez Spółkę w pierwszych trzech kwartałach tego roku wynosi 1,1 mld PLN, co implikuje 76% realizacji naszej prognozy. Przypominamy jednak, że nadal toczy się spór PGE z URE dotyczący wysokości przysługujących rekompensat. Regulator nalicza bowiem niższe zaliczki z tego tytułu, niż wynika to z interpretacji ustawy przez spółki wytwórcze. W związku z tym część przychodów rozpoznawana przez PGE ma charakter księgowy i powiększa pozostałe należności. Sporna kwota za rok 2008 wynosi około 427 mln PLN. W okresie 1-3Q'09 różnica ta wynosi natomiast 0,6-0,7 mld PLN i w przypadku negatywnej decyzji sądu Spółka musiałaby dokonać odpisów na te kwoty. Zarząd jest jednak przekonany, iż odwołania zostaną rozstrzygnięte w sposób

korzystny dla spółek Grupy PGE. Decyzji sądu nie należy się jednak spodziewać w perspektywie najbliższych tygodni. Negatywnym sygnałem dla inwestorów może być jednak decyzja Zarządu Enei, który postanowił już w 3Q'09 odpisać sporne kwoty rekompensat (-104 mln PLN obciążyło zyski 2009 roku), argumentując to brakiem możliwości przewidzenia ostatecznych rozstrzygnięć sądowych. Nie przesądza to oczywiście o wyroku i może wynikać z chęci oczyszczenia bilansu w kontekście przełożonej na przyszły rok prywatyzacji Enei, ale w krótkim terminie może zwiększyć obawy rynku.

### **Prezes URE o taryfie G w 2010 roku**

Prezes URE uważa, że wnioskowane przez firmy energetyczne podwyżki cenę energii dla gospodarstw domowych na poziomie 13-19% są nieuzasadnione i powinny być jednocyfrowe. Regulator opiera się na niższych cenach energii na giełdowym rynku hurtowym. Jednocześnie URE zdecydował się natomiast na podwyżkę stawek dystrybucyjnych, według prasowych doniesień nawet o 10%. Przypominamy, że dyskusja dotyczy spółek handlu detalicznego i obejmuje tylko dostawy do gospodarstw domowych (w PGE ten segment w 2009 roku stanowił będzie około 5% w skonsolidowanym strumieniu EBITDA). Argumenty URE nie są przekonujące, gdyż realne ceny na rynku hurtowym są wyższe niż na niepięlnych notowaniach giełdowych TGE. W naszym modelu zakładamy w 2010 roku wyraźne pogorszenie wyników segmentu detalicznego PGE (EBIT 191 mln PLN vs. 400 mln PLN w tym roku) w związku z brakiem odzwierciedlenia w taryfach URE wzrostu kosztów ponoszonych na wypełnienie obowiązku udziału energii zielonej w sprzedaży ogółem. Informacja o podwyżkach taryf dystrybucyjnych to z kolei dobra informacja, ale poziom +10% wydaje się zawyżony i prawdopodobnie nie chodzi tutaj o taki wzrost stawek sieciowych (w uzgodnieniach z URE minimalny wzrost przychodów taryfowych w dystrybucji miał wynieść 1,5%). W naszym modelu zakładamy wzrost przychodów o 5%, ale wynika to głównie z oczekiwanego wzrostu wolumenów, a nie taryfy.



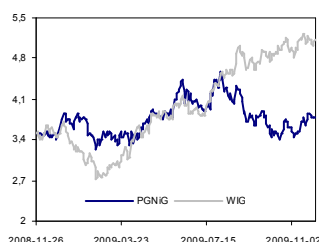
## PGNiG (Akumuluj)

Cena bieżąca: 3,8 PLN      Cena docelowa: 4,11 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-13

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	16 652,1	18 432,0	10,7%	18 419,0	-0,1%	18 794,6	2,0%	Liczba akcji (mln)	5 900,0
EBITDA	2 291,3	2 225,6	-2,9%	2 485,6	11,7%	4 109,7	65,3%	MC (cena bieżąca)	22 361,0
marża EBITDA	13,8%	12,1%		13,5%		21,9%		EV (cena bieżąca)	23 338,3
EBIT	861,0	800,7	-7,0%	1 004,4	25,4%	2 391,9	138,2%	Free float	15,3%
Zysk netto	915,0	865,3	-5,4%	887,1	2,5%	1 937,8	118,4%		
P/E	24,4	25,8		25,2		11,5		Zmiana ceny: 1m	6,8%
P/CE	9,5	9,8		9,4		6,1		Zmiana ceny: 6m	-12,9%
P/BV	1,1	1,1		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	8,3%
EV/EBITDA	9,1	9,8		9,4		5,5		Max (52 tyg.)	4,6
Dywid (%)	4,5	5,0		2,4		2,0		Min (52 tyg.)	3,2



Opublikowany po wynikach za 3Q komunikat o technicznej korekcie wyników segmentowych ma w naszej opinii istotne znaczenie z punktu widzenia interpretacji osiągniętych przez PGNiG rezultatów i pozwala na formułowanie bardziej optymistycznych prognoz dla segmentu obrotu na 4Q'09 i 1Q'10. Negatywnie na kurs może w krótkim terminie oddziaływać fakt wydłużających się negocjacji w sprawie dostaw rosyjskiego gazu, ale trudno dzisiaj zakładać że nie uda się tego procesu sfinalizować do końca roku (dopiero w takim scenariuszu miałyby to negatywny wpływ na wyniki Spółki). Tymczasem wsparciem notowań powinien być umacniający się złoty i zwiększenie wykorzystania mocy przerobowych w sektorze nawozów azotowych. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

### Wyniki za 3Q zgodne z oczekiwaniami, ważna korekta między segmentami

Wyniki kwartalne PGNiG okazały się być zgodne z naszymi oczekiwaniami na poziomie EBITDA i nieco wyższe na poziomie EBIT i zysku netto. Analiza raportu musi jednak uwzględniać opublikowaną przez PGNiG korektę wyników przyporządkowanych do poszczególnych części biznesowych. W ujęciu segmentowym bardzo dobry rezultat wypracowany został w segmencie obrotu (481 mln PLN vs. oczekiwane przez nas 305 mln PLN i -36 mln PLN rok temu), co wynikało w dużej mierze z niższego niż się spodziewaliśmy spadku wolumenów sprzedaży (-13% vs. oczekiwane -15%) oraz mniejszych strat na hedgingu (saldo wyniosło -11 mln PLN). Na działalności wydobywczej Spółka osiągnęła EBIT na poziomie 21 mln PLN, czyli niższy niż zakładaliśmy (202 mln PLN) mimo znacznie niższej amortyzacji (różnica w stosunku do naszych założeń i 2Q'09 o ponad 40 mln PLN). Wynikało to przede wszystkim z wyższych w ujęciu r/r o 150 mln PLN odpisów na nieudane odwierty, niższego wolumenu sprzedaży (99 tys. ton ropy vs. oczekiwane 110 tys. ton) i dodatkowych kosztów związanych z przestojem remontowym w kopalni Dębno. Segment dystrybucji z kolei osiągnął lepszy rezultat niż się spodziewaliśmy (-16 mln PLN vs. oczekiwane -59 mln PLN), co było prawdopodobnie pochodną nieco wyższych wolumenów (byliśmy zbyt konserwatywni jeśli chodzi o spadek popytu u odbiorców domowych we wrześniu z uwagi na dobrą pogodę). Na działalności finansowej Spółka zanotowała niewielkie dodatnie saldo, a ze względu na nieco niższą efektywną stopę podatkową (16,7% wobec zakładanych 19%) na poziomie zysku netto odchylenie od naszych szacunków było nieco wyższe niż w przypadku EBIT.

### Porozumienie z Rosjanami

PGNiG podpisało porozumienie z Gazpromem w sprawie dodatkowych dostaw gazu i przedłużenia kontraktu jamalskiego do 2037 roku (dotychczas był to rok 2022). Uzgodniono również zmiany w zarządzaniu EuRoPolGazem, aczkolwiek żadnych szczegółów Spółka nie podaje. Według prasowych doniesień strona polska zobowiązała się do odbioru począwszy od 2010 roku ponad 10 mld m<sup>3</sup> surowca rocznie. Wiceprezes Sławomir Hinc poinformował, że w nowym kontrakcie z Gazpromem zmianie uległy tylko wolumen dostaw i termin obowiązywania umowy. Formuła cenowa została ta sama. Wejście w życie tej umowy wymaga jeszcze porozumienia międzyrządowego, które nadal nie zostało osiągnięte. Kolejne rozmowy w tej sprawie zaplanowano na początek grudnia.

### Zaległe płatności od ZCH Police

PGNiG poinformowało, iż zdecydowało o odstąpieniu od umowy na dostawy gazu do ZCH Police (ze skutkiem na 30 dzień od daty otrzymania przez Police tego oświadczenia), gdyż zobowiązania klienta przekraczają już równowartość 3-miesięcznych dostaw surowca (126 mln PLN). Gazowy koncern nie zgodził się też na przedłużenie terminu spłaty przeterminowanych długów Polic, które wg. poprzedniego porozumienia miały być uregulowane do 15 listopada, ale PKO BP nadal nie uruchomił Policom obiecane 190 mln PLN kredytu. Na początek grudnia zaplanowano kolejne negocjacje między spółkami. Gazowy koncern nie podjął na razie żadnych





działań windykacyjnych i wydaje się, że oświadczenie ma na celu podkreślenie twardego stanowiska i wywarcie presji na dłużnika. Warto w tym miejscu podkreślić fakt, iż PGNiG ma zabezpieczone te należności poprzez zastaw na aktywach Polic o wartości księgowej 180 mln PLN i zapasach produktów gotowych na 200 mln PLN.

### **Umowa ramowa z Petrolinvestem**

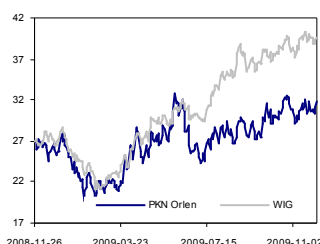
PGNiG i Petrolinvest poinformowały o podpisaniu umowy ramowej, której główne założenia to: powołanie zespołu kontroli operacyjnej działań poszukiwawczo-wydobywczych prowadzonych przez spółki zależne Petrolinvestu w Kazachstanie (PGNiG będzie miał 2 przedstawicieli w 4-osobowym zespole), wejście przedstawiciela PGNiG do Rady Nadzorczej Petrolinvestu, współpraca obu spółek w zakresie prac poszukiwawczo-geologicznych w ramach licencji Petrolinvestu (spółki z Grupy PGNiG przygotowują koncepcję tych prac i będą traktowane jako podmioty preferowane przy ich realizacji), rozliczenie zaległych zobowiązań spółki zależnej Petrolinvestu wobec PGNiG oraz ustalenie zasad na jakich PGNiG w przyszłości będzie przysługiwać opcja nabycia akcji lub aktywów Petrolinvestu. W naszej opinii umowa z punktu widzenia PGNiG oznacza chęć uporządkowania relacji z jednym z klientów jakim jest Petrolinvest (odzyskanie zaległych należności) oraz zabezpieczenia przyszłych wierzytelności w związku z kontynuacją współpracy w zakresie usług poszukiwawczo-geologicznych (opcja nabycia aktywów Petrolinvestu, kontrola operacyjna przedsięwzięć mimo braku udziałów w Petrolinvest). Naszym zdaniem komunikat nie wyraża natomiast zamiaru przejęcia przez PGNiG kapitałowej kontroli nad Petrolinvestem.



## PKN Orlen (Kupuj)

**Cena bieżąca: 31,7 PLN      Cena docelowa: 38,2 PLN**
**Analityk: Kamil Kliszcz**
**Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-18**

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	63 793,0	79 535,2	24,7%	68 342,1	-14,1%	80 186,0	17,3%	Liczba akcji (mln)	427,7
EBITDA	5 035,3	887,6	-82,4%	3 745,3	322,0%	4 121,0	10,0%	MC (cena bieżąca)	13 558,4
marża EBITDA	7,9%	1,1%		5,5%		5,1%		EV (cena bieżąca)	28 809,3
EBIT	2 603,9	-1 603,8		1 163,9		1 456,4	25,1%	Free float	67,3%
Zysk netto	2 412,4	-2 505,7		1 326,5		1 376,4	3,8%		
P/E	5,6			10,2		9,9		Zmiana ceny: 1m	3,9%
P/CE	2,8			3,5		3,4		Zmiana ceny: 6m	2,3%
P/BV	0,7	0,8		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	21,0%
EV/EBITDA	5,0	32,5		7,7		7,3		Max (52 tyg.)	32,7
Dywid (%)	0,0	5,1		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	19,3



Notowania Orlenu wypadają w ostatnich tygodniach słabiej zarówno od indeksu WIG20, jak i konkurencyjnych spółek rafineryjnych, tak więc trudno tłumaczyć to utrzymującymi się niskimi marżami rynkowymi. W naszej opinii inwestorzy przykładają znaczne dyskonto do wyceny Spółki z uwagi na ryzyko ponownego złamania kowenantów kredytowych na koniec roku. Wszystko wskazuje jednak na to, że obecne kursy walutowe i podjęte przez Spółkę inicjatywy uwolnienia kapitału obrotowego w 4Q, wykluczają negatywny scenariusz w tym zakresie. Dodatkowo w najbliższych miesiącach można oczekiwać pozytywnych informacji o zaawansowaniu procesów dezinvestycyjnych Polkomtela i Anwilu. Pozytywnie na kurs akcji może wpływać także spodziewany wzrost dyferencjału Ural/Brent (ostatnie tygodnie przyniosły już w tym zakresie pozytywne sygnały). Utrzymujemy rekomendację kupuj i zwracamy uwagę, że obecnie aktywa rafineryjne Orlenu są wyceniane z ponad 30% dyskontem do konkurencyjnego Lotosu, co nie wydaje się uzasadnione.

### Wyniki 3Q dobre, ale zgodne z oczekiwaniami

Wynik operacyjny Orlenu wyniósł 423 mln PLN i był tylko nieznacznie lepszy od naszych oczekiwań z uwagi na nieco niższą niż prognozowaliśmy amortyzację. W ujęciu segmentowym również nie znajdujemy większych odchyśleń od naszych prognoz. Na działalności rafineryjnej Spółka wypracowała EBIT na poziomie 137 mln PLN (prognoza 141 mln PLN) przy efekcie LIFO 307 mln PLN (dokładnie tyle ile wynosiły nasze szacunki). Rezultat w tym segmencie mógłby być lepszy, gdyby nie przestój remontowy na instalacjach HOG i HC w Płocku, który obniżył zyski o około 150-200 mln PLN. Bardzo dobre wyniki osiągnął segment detaliczny (363 mln PLN vs. oczekiwane 325 mln PLN), na co wpływ miał wzrost marż paliwowych (+108 mln PLN) i pozapaliwowych (+30 mln PLN) na stacjach neutralizowany częściowo przez wyższe o 55 mln PLN koszty operacyjne (częściowo efekt odpisów na należności). Segment petrochemiczny, tak jak szacowaliśmy wyszedł już w tym kwartale na plus osiągając EBIT na poziomie 65 mln PLN (prognoza 54 mln PLN). Saldo na działalności finansowej wyniosło aż 685 mln PLN wobec szacowanych 520 mln PLN i złożyły się na nie następujące pozycje: zysk z jednostek konsolidowanych metoda praw własności (83 mln PLN vs. prognoza 93 mln PLN), dodatnie różnice kursowe na kredytach walutowych (376 mln PLN vs. prognoza 342 mln PLN), zrealizowane różnice kursowe na zobowiązaniach handlowych (350 mln PLN vs. oczekiwane 280 mln PLN) oraz koszty odsetkowe (-116 mln PLN vs. oczekiwane -160 mln PLN). Ostatecznie więc zysk netto za 3Q okazał się ponad 20% lepszy od naszych szacunków i oczekiwań rynkowych. Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej w 3Q'09 okazały się ujemne (-827 mln PLN), co było przede wszystkim konsekwencją wzrostu kapitału obrotowego o 2,2 mld PLN. Nie powinno to stanowić dużego zaskoczenia, gdyż wcześniej Zarząd zapowiadał iż w tym okresie Spółka zaksięguje realizację płatności z tytułu kar sądowych (564 mln PLN) oraz zakupu ropy na zapasy obowiązkowe w 2Q'09 (0,5 mld PLN). Tłumaczy to spadek zobowiązań o 1,3 mld PLN. Negatywnie na cash flow wpłynął także wzrost zapasów o prawie 850 mln PLN, aczkolwiek wg. komentarza Zarządu jest to efekt przejściowy związany z przestojami remontowymi prowadzonymi w rafineriach Grupy.

### Unipetrol może być zainteresowany CR

Według prasowych doniesień czeska państwowa spółka Mero (odpowiednik polskiego PERN) złożyła ofertę na zakup wystawionego przez Shell pakietu akcji Ceskiej Rafinerskiej opiewająca na 125 mln USD, czyli mniej niż oczekiwał sprzedający. Pojawiają się więc spekulacje czy Unipetrol nie skorzysta z przysługującego mu prawa pierwokupu. W naszej opinii jakiegokolwiek tego rzędu dodatkowe wydatki inwestycyjne Orlenu w tym roku nie wchodzi w grę w związku z napiętą sytuacją dotyczącą kowenantów kredytowych.



### **Umowa na dostawy ropy**

PKN Orlen podpisał z Souz Petroleum długoterminową umowę na dostawy ropy rurociągiem Przyjaźń do rafinerii w Płocku w latach 2010-12 na poziomie 4,8 mln ton rocznie. Kontrakt przewiduje, że w określonych sytuacjach dostawy mogą być realizowane w tej samej cenie drogą morską do Gdańska i dalej rurociągiem do rafinerii. Uwzględniając obowiązującą do końca 2011 roku umowę z Petraco Oil, rafineria w Płocku będzie otrzymywać około 60% surowca w kontraktach długoterminowych. Zarząd zapowiedział, że będzie dążył do tego aby ten wskaźnik wzrósł do 75-85% i dlatego wciąż prowadzi rozmowy z dwoma innymi pośrednikami. Informacja lekko pozytywna w kontekście pojawiających się wcześniej obaw, iż Orlen nie będzie mógł liczyć na podpisanie umów długoterminowych i zwiększy ekspozycję na dostawy spotowe.



## Police (Trzymaj)

Cena bieżąca: 5,1 PLN

Cena docelowa: 5,9 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-02

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 824,2	2 403,6	31,8%	1 581,4	-34,2%	1 441,6	-8,8%	Liczba akcji (mln)	75,0
EBITDA	235,1	230,1	-2,1%	-184,7		110,5		MC (cena bieżąca)	382,5
marża EBITDA	12,9%	9,6%		-11,7%		7,7%		EV (cena bieżąca)	643,0
EBIT	187,5	164,0	-12,5%	-264,8		25,5		Free float	26,2%
Zysk netto	204,0	28,7	-85,9%	-248,1		8,9		Zmiana ceny: 1m	-20,3%
P/E	1,9	13,3				43,1		Zmiana ceny: 6m	-33,1%
P/CE	1,5	4,0				4,1		Zmiana ceny: 12m	-8,3%
P/BV	0,4	0,4		0,5		0,5		Max (52 tyg.)	8,3
EV/EBITDA	1,0	1,7				4,8		Min (52 tyg.)	4,2
Dywid (%)	8,5	0,0		0,0		0,0			



Kurs akcji Polic w listopadzie spadł o 20% mocno odchylając się negatywnie od innych spółek z sektora, co miało na pewno związek z publikacją bardzo słabych wyników, twardym stanowiskiem PGNiG w sprawie spłaty zaległych zobowiązań oraz przedłużającym się procesem wypłaty kredytu od PKO BP. Biorąc pod uwagę naszą cenę docelową zamykamy już naszą rekomendację redukuj i podnosimy zalecenie do trzymaj. Nadal uważamy jednak, że Police wydają się obecnie najmniej interesującą inwestycją w polskim sektorze chemicznym. W krótkim terminie można co prawda liczyć na pozytywny wpływ ostatecznej decyzji kredytowej na kurs, ale w średnim okresie z uwagi na zakładany przez nas konserwatywny scenariusz dla rynku nawozowego, może brakować wsparcia dla wyraźnego przekroczenia break even na poziomie operacyjnym.

### 3Q - niskie przychody, ogromna strata operacyjna

Police w 3Q'09 kolejny raz zaskoczyły negatywnie, generując ogromną stratę operacyjną (-138,5 mln PLN vs. oczekiwane przez nas -30 mln PLN), mimo braku jednorazowych odpisów czy rezerw. Spółka nie zmniejszyła istotnie stanu zapasów (258 mln PLN vs. 268 mln PLN na koniec czerwca 2009), co oznacza że mimo spadku cen surowców Police nie pokrywają kosztów zmiennych produkcji (koszty stałe wg. prezentacji Zarządu wyniosły 88 mln PLN), nawet po uwzględnieniu odpisu na surowce i produkty w kwocie -40 mln PLN. Największy negatywny wpływ na wyniki miał segment nawozowy, który wygenerował 115 mln PLN straty operacyjnej przy przychodach rzędu 135 mln PLN (wolumen sprzedaży na poziomie 114 tys. ton wobec naszej prognozy 136 tys. ton i 288 tys. ton rok wcześniej). Lepszy wynik w ujęciu r/r wypracował segment bieli tytanowej, aczkolwiek nadal była to strata (-2,1 mln PLN vs. -11,9 mln PLN rok temu). W segmencie pozostałe strata wyniosła -19,3 mln PLN vs. -7,2 mln PLN w 3Q'08 i wynika ona przede wszystkim z niskiego wykorzystania mocy w elektrociepłowniach oraz kosztów w spółkach prowadzących uzupełniającą działalność. Na poziomie działalności finansowej saldo było dodatnie i wyniosło 34,5 mln PLN (nasza prognoza 20 mln PLN), co wynikało przede wszystkim z wyceny instrumentów pochodnych na poziomie 32,7 mln PLN. W 3Q'09 przepływy z działalności operacyjnej były ujemne i wyniosły -51,2 mln PLN. Po uwzględnieniu poniesionych nakładów inwestycyjnych Spółka zwiększyła dług netto q/q o 74,7 mln PLN do poziomu 126,5 mln PLN. Dodatkowo o 55,6 mln PLN wzrosły także zobowiązania handlowe i kwota ta zapewne zasilila saldo zobowiązań przeterminowanych, które na koniec września można szacować na ponad 234 mln PLN (w tym 100 mln PLN wobec PGNiG). Zarząd Polic w prezentacji wskazuje, że w 1Q'10 oczekuje dodatnich przepływów z tytułu dezinvestycji (spółki remontowe 30-50 mln PLN, grunt pod elektrownię 33 mln PLN i outsourcing posiadanych elektrociepłowni 30-100 mln PLN). Naszym zdaniem wyniki za 3Q'09 wskazują jednak, że trudno będzie pozyskać partnera do projektu energetycznego (brak gwarancji stabilnego odbioru energii i ciepła przez Police).

### Brak zgody PGNiG na prolongatę spłaty długów

PGNiG poinformowało, iż zdecydowało o odstąpieniu od umowy na dostawy gazu do ZCH Police (ze skutkiem na 30 dzień od daty otrzymania przez Police tego oświadczenia), gdyż zobowiązania klienta przekraczają już równowartość 3-miesięcznych dostaw surowca (126 mln PLN). Gazowy koncern nie zgodził się też na przedłużenie terminu spłaty przeterminowanych długów Polic, które wg. poprzedniego porozumienia miały być uregulowane do 15 listopada, ale PKO BP nadal nie uruchomił Policom obiecane 190 mln PLN kredytu. Na początek grudnia zaplanowano kolejne negocjacje między spółkami. Police będą także rozmawiać z ARP w sprawie poręczenia kredytu od PKO BP. Wiceprezes PGNiG Sławomir Hinc przyznał, że widzi szansę na kompromis, tak więc wydaje się, że spółki powinny dojść do porozumienia, aczkolwiek dalsze opóźnianie wypłaty kredytu może zwiększać niepokój inwestorów.



### **Spotkanie PGNiG z sektorem chemicznym bez rezultatów**

W ostatnim tygodniu listopada odbyło się spotkanie PGNiG z przedstawicielami sektora chemicznego, m.in. Anwilu, Polic, Puław i ZAK. Tematem były ceny gazu i kwestia rozliczenia płatności za surowiec, z którymi niektóre spółki chemiczne zalegają. Mediatorem był resort skarbu. Spotkanie nie przyniosło żadnych ustaleń, oprócz uzgodnienia kolejnego terminu spotkania w tym gronie na 15 grudnia. Brak efektów tego spotkania nie jest zaskoczeniem (proponowanych przez chemię zmian nie da się przeprowadzić w kilka miesięcy). W naszej opinii argumenty spółek chemicznych nie są w pełni przekonujące, gdyż jeszcze niedawno sytuacja była odmienna, to PGNiG ponosił wysokie straty na handlu gazem, a sektor chemiczny korzystał na tańszym surowcu. Sytuacja powinna wrócić do stanu równowagi w 2Q'10, kiedy to spodziewać się należy wzrostu cen gazu rosyjskiego.



## ZA Puławy (Akumuluj)

Cena bieżąca: 73 PLN

Cena docelowa: 80,2 PLN

Analityk: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-26

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 503,5	2 396,8	-4,3%	2 028,4	-15,4%	2 391,1	17,9%	Liczba akcji (mln)	19,1
EBITDA	432,8	407,2	-5,9%	139,0	-65,9%	200,9	44,5%	MC (cena bieżąca)	1 395,4
marża EBITDA	17,3%	17,0%		6,9%		8,4%		EV (cena bieżąca)	1 395,3
EBIT	358,7	338,3	-5,7%	67,9	-79,9%	101,2	49,1%	Free float	29,2%
Zysk netto	330,8	194,6	-41,2%	67,8	-65,2%	82,5	21,8%		
P/E	4,2	7,2		20,6		16,9		Zmiana ceny: 1m	-3,9%
P/CE	3,4	5,3		10,0		7,7		Zmiana ceny: 6m	-16,7%
P/BV	7,3	7,3		7,3		7,3		Zmiana ceny: 12m	31,4%
EV/EBITDA	3,2	3,4		10,0		6,9		Max (52 tyg.)	90,5
Dywidenda (%)	241,1	340,3		-307,2		-241,2		Min (52 tyg.)	38,1



2008-11-26 2009-03-23 2009-07-15 2009-11-02

**1Q'2009/10 był w naszej opinii najgorszym okresem tego roku obrotowego przede wszystkim z uwagi na sezonowość oraz kilka czynników jednorazowych. Kolejny raport ZAP powinien przynieść już widoczną poprawę rentowności, którą dodatkowo wspierać oczekiwane przychody ze sprzedaży jednostek ERU. W najbliższych miesiącach nie można co prawda liczyć na szybką zmianę niekorzystnej sytuacji na rynku nawozowym, ale nawet dla naszych prognoz uwzględniających konserwatywny scenariusz, ZA Puławy są wyceniane na bazie wskaźnika EV/EBITDA z 10-15% dyskontem do spółek z branży (już po oczyszczeniu o przychody z ERU, które szacujemy na 8,9 PLN/akcję). Dodatkowo atrakcyjność Spółki zwiększa perspektywa potencjalnie wysokiej dywidendy. Rekomendujemy akumulowanie akcji ZAP.**

### Wyniki 1Q'09/10 mocno poniżej oczekiwań

Wyniki ZA Puławy za pierwszy kwartał roku obrotowego 2009/10 okazały się znacznie gorsze od naszych oczekiwań, mimo iż te były bardziej konserwatywne od rynkowego konsensusu. Na poziomie przychodów negatywne odchylenie wyniosło aż -20% i było efektem przede wszystkim bardzo słabej sprzedaży RSM, niższej od naszych szacunków o ponad 73 mln PLN (efekt sygnalizowanej przez ZAP znacznej podaży tego nawozu w Europie w związku z importem z USA oraz innych kierunków o niższych kosztach gazu). W naszej opinii sprzedaż RSM i tak nie była jednak w tym kwartale dochodowa, tak więc prawdopodobnie znacznie większy wpływ na osiągnięty EBIT miał ubytek przychodów ze sprzedaży siarczanu amonu i saletry amonowej (-29 mln PLN w stosunku do naszej prognozy). Dodatkowo rentowność ZAP została zainfekowana wyższymi kosztami wynagrodzeń (aż 58,3 mln PLN vs. oczekiwane 51,2 mln PLN i 49,2 mln PLN rok temu), które Zarząd tłumaczy m.in. zmianą rachunkowości i wypłatą jednorazowego świadczenia dla pracowników. Ostatecznie na poziomie EBIT Spółka wygenerowała stratę -46,8 mln PLN, wyższą od naszych szacunków o 13 mln PLN (inne odchylenie na poziomie EBITDA to efekt niższej amortyzacji- rozbieżność to konsekwencja przejścia ZAP na MSR). Przypominamy, że w związku ze zmianą zasad księgowania, EBIT uwzględnia już dodatni wynik na transakcjach zabezpieczających kurs walutowy w kwocie +13,5 mln PLN. Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej w tym kwartale mimo straty EBITDA były dodatnie (47,9 mln PLN), z uwagi na uwolnienie gotówki z kapitału obrotowego w kwocie 106 mln PLN. Spółka poniosła jednak bardzo wysokie nakłady inwestycyjne (aż 156 mln PLN vs. 56 mln PLN rok wcześniej), co jest zgodne z ostatnimi zapowiedziami Zarządu (roczny capex na poziomie 405 mln PLN). Przełożyło się to na obniżenie zasobów gotówkowych netto. Uwzględniając posiadane bony skarbowe na kwotę 59,5 mln PLN, lokaty na kwotę 270,4 mln PLN, zobowiązania z hedgingu na -12,5 mln PLN i środki pieniężne w kwocie 141,3 mln PLN, szacujemy że potencjał gotówkowy ZAP na koniec września wynosił 457,7 mln PLN vs. 548 mln PLN na koniec czerwca.

### Nowy Zarząd wybrany

Rada Nadzorcza powołała Zarząd na nową kadencję. Prezesem Spółki został ponownie Paweł Jarczewski. Do ścisłego kierownictwa weszli także inni dotychczasowi członkowie Zarządu: Andrzej Kopeć (finanse), Zenon Pokojski (strategia) i Marian Rybak (produkcja). Ponadto do składu dołączył także Pan Marek Kapłucha (poprzednio m.in. Kraft Foods), który będzie odpowiedzialny za sprzedaż. Mandatu nie przedłużono natomiast Panu Krzysztofowi Ratajewiczowi odpowiedzialnemu wcześniej za HR.

### Spotkanie PGNiG z sektorem chemicznym bez rezultatów

W ostatnim tygodniu listopada odbyło się spotkanie PGNiG z przedstawicielami sektora chemicznego, m.in. Anwilu, Polic, Puław i ZAK. Tematem były ceny gazu i kwestia rozliczenia płatności za surowiec, z którymi niektóre spółki chemiczne zalegają. Mediatorem był resort skarbu. Spotkanie nie przyniosło żadnych ustaleń, oprócz uzgodnienia kolejnego terminu

spotkania w tym gronie na 15 grudnia. Brak efektów tego spotkania nie jest zaskoczeniem (proponowanych przez chemię zmian nie da się przeprowadzić w kilka miesięcy). W naszej opinii argumenty spółek chemicznych nie są w pełni przekonujące, gdyż jeszcze niedawno sytuacja była odmienna, to PGNiG ponosił wysokie straty na handlu gazem, a sektor chemiczny korzystał na tańszym surowcu. Sytuacja powinna wrócić do stanu równowagi w 2Q'10, kiedy to spodziewać się należy wzrostu cen gazu rosyjskiego.

### **Wniosek MSP w sprawie kapitału zapasowego**

ZA Puławy na wniosek MSP uzupełniły porządek obrad na WZA zwołane na 16 grudnia. Resort skarbu wnioskuje o umieszczenie punktu o użyciu kapitału zapasowego w kwocie 400 mln PLN z przeznaczeniem na zwiększenie kapitału rezerwowego, którego przeznaczenie z kolei określi uchwała WZA. MSP uwzględniło przy tej decyzji aktualną wysokość kapitałów zapasowych (5 krotność kapitału zakładowego przy wymogach na poziomie 1/3) oraz fakt planowania przez Spółkę znaczących inwestycji. Przedstawione przez MSP uzasadnienie niewiele wyjaśnia, gdyż kwestia planowanych wydatków inwestycyjnych w ZAP nie powinna mieć związku z przesuwaniem środków między pozycjami kapitałów. Wszystko wskazuje na to, że decyzja MSP stanowi zapowiedź wypłaty dywidendy nie tylko z zysku roku obrotowego 2008/09, ale również z lat poprzednich. Wątpliwości budzi w tym kontekście tylko kwota 400 mln PLN, która implikowałaby wypłatę na poziomie 600 mln PLN (400 mln PLN zysków z lat poprzednich i 194 mln PLN zysku z roku 2008/09), na którą obecnie Spółki nie stać. ZA Puławy nie były w stanie skomentować tego wniosku MSP. Ewentualna wyższa wypłata z zysku powinna pozytywnie wpłynąć na kurs. Aktualna pozycja gotówkowa netto (bez zobowiązań z hedgingu) ZAP wynosi 471 mln PLN, czyli 24,6 PLN na akcję.

## Górnictwo węgla

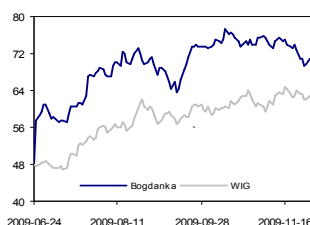


### LW Bogdanka (Trzymaj)

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-03

(mIn PLN)	Cena bieżąca: 70,5 PLN			Cena docelowa: 68 PLN				Podstawowe dane (mIn PLN)	
	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana		
Przychody	862,5	1 033,3	19,8%	1 163,0	12,6%	1 184,0	1,8%	Liczba akcji (mln)	34,0
EBITDA	243,4	339,6	39,5%	385,9	13,6%	377,9	-2,1%	MC (cena bieżąca)	2 397,9
marża EBITDA	28,2%	32,9%		33,2%		31,9%		EV (cena bieżąca)	2 221,7
EBIT	121,4	203,5	67,7%	236,3	16,2%	189,1	-20,0%	Free float	33,0%
Zysk netto	94,1	156,0	65,8%	184,1	18,0%	141,9	-22,9%		
P/E	17,2	10,4		13,0		16,9		Zmiana ceny: 1m	-6,6%
P/CE	7,5	5,6		7,2		7,3		Zmiana ceny: 6m	
P/BV	1,7	1,5		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	6,7	4,8		5,8		6,5		Max (52 tyg.)	77,5
Dywidenda (%)	3,1	0,3		3,7		0,8		Min (52 tyg.)	48,0



**Przed inwestorami kilka słabszych kwartałów, co będzie efektem niższych cen węgla oraz wyższego kosztu jednostkowego, co jednak również nie powinno zaskakiwać. Wyraźna poprawa wyników nastąpi w 2011 roku co oznacza, że przez najbliższe miesiące kurs powinien oscylować na poziomie bieżącej ceny.**

#### Umowa z ZA Puławy

LWB podpisała aneks do długoterminowej umowy ZA Puławy, na sprzedaż mialu energetycznego. Aneks przedłuża obowiązywanie umowy wieloletniej do końca 2013 roku (dodatkový rok) oraz aktualizuje ilości dostaw węgla w latach 2010-2012. Wartość całej umowy od momentu jej zawarcia wyniesie 365,91 mln PLN netto. Wolumen dostaw w 2010 roku wynosi 150 tys. ton. Wartość umowy w roku 2009 określono wg cen kontraktowych obowiązujących w 2009 r. zaś w latach 2010-2013 oszacowano wg cen kontraktowych obowiązujących w 2010 r. Kontraktowany wolumen węgla stanowi niespełna 3% rocznej produkcji spółki, dlatego znaczenie podpisanej umowy nie ma wpływu na jej wycenę. Zarząd nie podaje ceny jednostkowej sprzedaży węgla a na podstawie zawartych informacji nie sposób ją oszacować.



## Telekomunikacja



### Netia (Trzymaj)

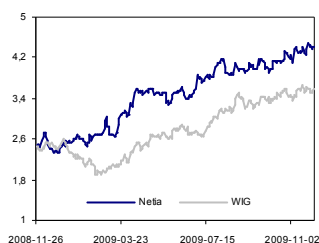
Cena bieżąca: 4,4 PLN

Cena docelowa: 4,3 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-06

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	838,0	1 112,4	32,7%	1 486,9	33,7%	1 525,4	2,6%	Liczba akcji (mln)	389,2
EBITDA	170,7	170,6	0,0%	289,0	69,4%	323,5	11,9%	MC (cena bieżąca)	1 716,2
marża EBITDA	20,4%	15,3%		19,4%		21,2%		EV (cena bieżąca)	1 521,2
EBIT	-103,8	-99,7	-4,0%	-5,1	-94,8%	33,7		Free float	100,0%
Zysk netto	-268,9	230,6		-11,4		37,4			
P/E		7,4				45,9		Zmiana ceny: 1m	4,0%
P/CE	304,4	3,4		6,1		5,2		Zmiana ceny: 6m	24,2%
P/BV	1,0	0,9		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	83,8%
EV/EBITDA	10,3	8,9		5,3		4,4		Max (52 tyg.)	4,5
Dywidenda (%)	0,0	0,0		-0,7		2,2		Min (52 tyg.)	2,3



Wyniki spółki za 3Q2009 oceniamy neutralnie. Wyższa niż oczekiwaliśmy EBITDA to efekt m.in. transakcji jednorazowych (sprzedaż aktywów do P4), nasze obawy budzi słaby poziom przychodów. Nadal ostrożnie podchodzimy do programu oszczędnościowego spółki, która jak dotychczas nie zaprezentowała jego szczegółów. Naszym zdaniem w wynikach za 3Q2009 nie widać jego istotnych efektów (mają pojawić się od 2010 r.) a redukcja kosztów została osiągnięta przede wszystkim dzięki niższym kosztom interkonektu, związanym z obniżką stawek MTR i niższym kosztom marketingu i promocji (cykliczny spadek cen reklamy). W naszych przyszłorocznych prognozach zakładamy, że koszty zostaną obniżone o 45 mln PLN (zarząd 100 mln PLN). W przyszłym roku spodziewamy się również, że TPSA - po osiągnięciu porozumienia z UKE - przystąpi do bardziej agresywnej walki o klienta, co utrudni Netii zwiększanie bazy abonenckiej i będzie wywierało presję na koszty. W naszych prognozach jesteśmy bardziej sceptyczni niż zarząd, co do możliwości osiągnięcia przez spółkę marży EBITDA w kolejnych latach. Przy naszych założeniach FCF generowany przez Netię w roku 2011 stanowi 6,6% EV przy 10,5% EV w przypadku TP (po uwzględnieniu wyższego CAPEX). Podtrzymujemy neutralną rekomendację inwestycyjną z ceną docelową 4,3 PLN za akcje.

#### Wyniki za 3Q2009 i prognoza

Przy przychodach na poziomie 370,3 mln PLN spółka wypracowała EBITDA w wysokości 82,9 mln PLN i zysk netto równy 3,2 mln PLN. W przypadku przychodów wynik jest słabszy niż nasze oczekiwania (379 mln PLN), w pozostałych dwóch kategoriach istotnie lepszy (prognoza DI BRE odpowiednio: 70,2 i -5,2 mln PLN). Silną stroną wyników jest wzrost liczby użytkowników szerokopasmowego dostępu do internetu (+31 tys.) m.in. w ramach LLU (+14 tys.).

#### Korekta budżetu

Przy okazji wyników spółka zmieniła dotychczasową prognozę na rok 2009 i lata 2010-12. Główne elementy to: obniżenie tempa wzrostu przychodów w średnim okresie z 5-10% do 3-5% (przy niezmienionej prognozowanej marży EBITDA), przyspieszenie o rok terminu osiągnięcia zysku netto (2010) i wskaźnika Capex/przychody na poziomie 15% (2010) oraz podwyższenie w prognozie na rok 2009 EBITDA i liczby użytkowników dostępu do internetu (ponad 525 tys.). Z drugiej strony spółka obniżyła prognozowaną na koniec br. liczbę klientów usług głosowych. Potwierdzają się nasze obawy, że spółka może mieć problem z dotrzymaniem celów przychodowych. Nie mamy wątpliwości, że spółka jest w stanie wykazać w krótkim okresie istotnie lepsze wyniki, ale naszym zdaniem będzie odbywało się to kosztem przyszłego rozwoju.



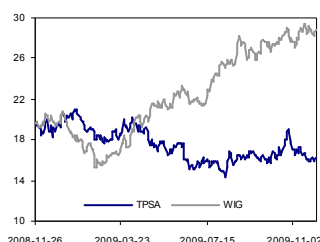
## TP SA (Akumuluj)

Cena bieżąca: 16,2 PLN      Cena docelowa: 19,2 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-10-30

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	18 244,0	18 165,0	-0,4%	16 660,4	-8,3%	16 163,2	-3,0%	Liczba akcji (mln)	1 335,6
EBITDA	7 721,0	7 630,0	-1,2%	6 460,2	-15,3%	6 494,2	0,5%	MC (cena bieżąca)	21 650,9
marża EBITDA	42,3%	42,0%		38,8%		40,2%		EV (cena bieżąca)	27 049,0
EBIT	3 282,0	3 313,0	0,9%	2 245,4	-32,2%	2 416,0	7,6%	Free float	46,0%
Zysk netto	2 273,0	2 188,0	-3,7%	1 444,1	-34,0%	1 663,4	15,2%		
P/E	10,0	10,1		15,0		13,0		Zmiana ceny: 1m	-5,2%
P/CE	3,4	3,4		3,8		3,8		Zmiana ceny: 6m	-8,4%
P/BV	1,3	1,3		1,3		1,4		Zmiana ceny: 12m	-15,3%
EV/EBITDA	3,6	3,6		4,2		4,1		Max (52 tyg.)	21,0
Dyyield (%)	11,7	10,5		9,3		9,3		Min (52 tyg.)	14,4



Pomimo rozczarowania wynikami za 3Q2009 podtrzymujemy pozytywną rekomendację dla akcji TP SA z 9-cio miesięczną ceną docelową na poziomie 19,2 PLN. Podzielamy opinię zarządu, że średnioterminowe perspektywy TP są lepsze niż jeszcze kilka tygodni temu. W ocenie porozumienia z UKE inwestorzy koncentrują się przede wszystkim na wyższym CAPEX, nie dostrzegając pozytywów płynących dla TP z uregulowania kwestii dostępu do jej infrastruktury na poziomie hurtowym (odejście od metodologii: stawka detaliczna TP minus a przejście na koszty plus), co naszym zdaniem pozwoli TP na bardziej efektywne konkurowanie w segmencie szerokopasmowego dostępu do internetu (największe rozczarowanie 3Q). W przyszłym roku spodziewamy się zawężenia asymetrii stawek MTR (dwukrotnie wyższa asymetria niż w jakimkolwiek innym kraju UE), co jest kluczowym elementem konkurencji z P4 w pre-paid (słabe wyniki sprzedażowe Centertel). Ponadto naszym zdaniem cel stawiany przez zarząd wygenerowania w br. 3 mld PLN wolnych przepływów gotówkowych zostanie osiągnięty. Przed TP dopasowanie kosztów do obecnych realiów rynkowych, co powinno być widoczne z każdym kolejnym kwartałem.

### KE chce obniżki asymetrii MTR

Komisja Europejska zwróciła się do UKE o obniżenie stawek hurtowych płaconych przez największych operatorów komórkowych za połączenie z Play. Obecnie stawka MTR w sieci Play wynosi 0,404 PLN/min., w sieciach trzech pozostałych operatorów zaledwie 0,168 PLN/min. (jedna z najniższych w Europie). O wysokiej asymetrii stawek i tego jak przekłada się ona na konkurencyjność poszczególnych sieci pisaliśmy szczegółowo w naszym ostatnim raporcie dotyczącym TP SA (październik). Podtrzymujemy opinię, że asymetria osiągnęła swoją największą skalę w IQ2009 i teraz zacznie się zmniejszać (kolejna obniżka MTR w Play w styczniu 2010) obniżając konkurencyjność Play, który jest odpowiedzialny za tegoroczną wojnę cenową w pre-paid. Pozytywna informacja dla Centertela (TP SA), który w przyszłym roku poprawi statystyki dotyczące liczby klientów i marżę EBITDA.

### Ubezpieczenia za pośrednictwem TP

W mediach pojawiły się informacje, że od początku 2010 r. TP zamierza rozpocząć dystrybucję polis ubezpieczeniowych wśród swoich klientów. Zgodnie z budżetem w 2011 roku operator sprzeda polisy o wartości ok. 200 mln PLN składek. Kanałem dystrybucji produktów finansowych ma być Neostrada i call center. Telekomunikacja porzuciła pomysł założenia własnej spółki ubezpieczeniowej. TP już od dawna zapowiada uruchomienie sprzedaży usług finansowych – z tego sektora wywodzi się Prezes Witucki. Wnioski nasuwają się dwa. Po pierwsze skala tej działalności, jeżeli nie zostanie rozszerzona o inne produkty jest na tyle mała, że nie wpływa istotnie na wyniki skonsolidowane spółki. Po drugie widać, że po zawarciu porozumienia z UKE proces decyzyjny odblokował się. TP zdecydowała się m.in. na obniżkę ceny Neostrady (10-25%), co powinno przynieść poprawę słabych w br. wyników na poziomie pozyskiwania klientów.

## Media

### **W przyszłym roku rynek reklamowy bez zmian?**

Zdaniem przedstawicieli domów mediowych pierwsze rozmowy na temat przyszłorocznych budżetów reklamowych wskazują na to, że wartość rynku reklamowego 2010 roku pozostanie na poziomie z bieżącego roku. Szacunki te są zbieżne z naszymi wcześniejszymi prognozami. Oczekujemy przyszłorocznej dynamiki rynku na poziomie 0-1%, przy czym 1Q2009 będzie najprawdopodobniej jeszcze kwartałem spadkowym. Oczekujemy, że taka sytuacja na rynku przełoży się na pozytywną dynamikę przychodów reklamowych. Minimalnej w przypadku Agory i 2-3% w przypadku TVN.



## Agora (Kupuj)

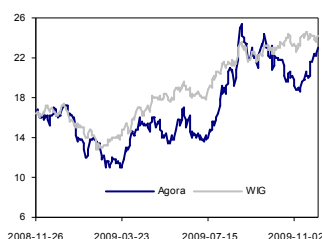
Cena bieżąca: 23 PLN

Cena docelowa: 23,7 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-13

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)
Przychody	1 272,3	1 277,7	0,4%	1 124,2	-12,0%	1 133,5	0,8%	Liczba akcji (mln) 52,4
EBITDA	198,6	128,4	-35,3%	127,6	-0,6%	155,8	22,1%	MC (cena bieżąca) 1 206,0
marża EBITDA	15,6%	10,0%		11,3%		13,7%		EV (cena bieżąca) 1 101,0
EBIT	120,3	44,6	-62,9%	43,4	-2,8%	71,2	64,2%	Free float 54,3%
Zysk netto	100,3	23,4	-76,7%	35,8	53,1%	60,1	67,6%	
P/E	12,6	54,0		33,7		20,1		Zmiana ceny: 1m 20,1%
P/CE	7,1	11,8		10,0		8,3		Zmiana ceny: 6m 44,7%
P/BV	1,0	1,1		1,0		1,0		Zmiana ceny: 12m 43,8%
EV/EBITDA	5,4	9,0		8,6		6,6		Max (52 tyg.) 25,4
Dywid (%)	1,5	0,0		1,5		2,5		Min (52 tyg.) 11,0



**Wyniki 3Q2009 w Agorze pozytywnie zaskoczyły nas skalą poczynionych oszczędności. Strona przychodowa pozostaje wciąż pod silnym wpływem dekoniunktury na rynku reklamowym, jednak również tutaj widać pierwsze symptomy poprawy sytuacji, gdyż większość segmentów zanotowała złagodzenie tempa spadku przychodów reklamowych. Choć nie sądzimy by trzeci kwartał mógł być wyznacznikiem skali redukcji kosztów jaka może mieć miejsce w Agorze (uważamy, że w części odpowiadają za niego „jednorazowe” oszczędności, które szacujemy na 3,5 mln PLN) to jednak zarysowujące się zarówno na przychodach jak i kosztach tendencje potwierdzają zakładany przez nas scenariusz znaczącej poprawy wyników finansowych Agory w kolejnych kwartałach. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.**

### Wyniki 3Q2009 – pozytywna niespodzianka

Agora zaskoczyła w trzecim kwartale tempem redukcji kosztów operacyjnych, co przełożyło się na dużo lepsze od oczekiwań wyniki finansowe. Przychody spółki spadły o 13,3% do 246,8 mln PLN, za co odpowiada przede wszystkim trudna sytuacja na rynku reklamy. Przychody reklamowe obniżyły się bowiem o 21,4% do 160,9 mln PLN. Mimo tak bolesnego spadku spółka odnotowała poprawę sytuacji w porównaniu do ubiegłego kwartału, kiedy to wpływy reklamowe spadły w ujęciu r/r aż o 25,2%. W odniesieniu do wpływów ze sprzedaży wydawnictw pozytywnie na wynikach odbiło się dwukrotne podniesienie ceny egzemplarzowej *Gazety Wyborczej* dzięki czemu udało się znacząco zredukować tempo spadku tego źródła przychodu. Także tutaj widać poprawę w zestawieniu z drugim kwartałem, na co wpływ ma większa liczba prenumerat, która odnawiana była już po podniesionych cenach. Zgodnie z oczekiwaniami nie powtórzył się tak słaby kwartał sprzedaży kolekcji wydawniczych i wpływy z tego tytułu wzrosły w porównaniu do rekordowo pod tym względem słabego 3Q2008 o 86,6% do 12,5 mln PLN. Po stronie kosztów jedyną poza amortyzacją rosnącą grupą były koszty materiałów i energii. Wpływ na to mają z jednej strony wprowadzone podwyżki cen prądu, z drugiej większa liczba uruchomionych projektów wydawniczych. W pozostałych obszarach spółka zanotowała spadek kosztów, przy czym szczególnie zaskoczyła nas tak znacząca obniżka kosztów wynagrodzeń (o 16,6% do 61,6 mln PLN) oraz grupy inne (spadek z 85,7 mln PLN do 74,6 mln PLN). Podejrzewamy, że w części na tak dużą obniżkę tych wartości mogły mieć wpływ jednorazowe wydarzenia. Ich wpływ na wynik operacyjny oceniamy na około 3,5 mln PLN. W spodziewanym przez nas tempie spadały koszty reprezentacji i reklamy (o 29,2% do 30,3 mln PLN). W efekcie wynik operacyjny spółki wyniósł aż 12,8 mln PLN przy 4,2 mln PLN naszej prognozy i 2,5 mln PLN konsensusu rynkowego. Przy pozytywnym saldzie na działalności finansowej na poziomie +0,5 mln PLN oraz efektywnej stawce podatku na poziomie 26% pozwoliło to Agorze osiągnąć zysk netto w kwocie 10,2 mln PLN.



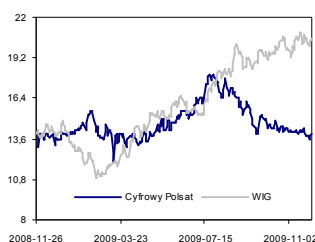
## Cyfrowy Polsat (Akumuluj)

Cena bieżąca: 13,9 PLN      Cena docelowa: 14,9 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-02

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	796,7	1 136,3	42,6%	1 314,3	15,7%	1 380,8	5,1%	Liczba akcji (mln)	268,3
EBITDA	165,9	347,8	109,6%	304,5	-12,5%	395,8	30,0%	MC (cena bieżąca)	3 724,4
marża EBITDA	20,8%	30,6%		23,2%		28,7%		EV (cena bieżąca)	3 553,3
EBIT	145,1	324,3	123,4%	265,5	-18,1%	353,2	33,0%	Free float	31,8%
Zysk netto	113,4	269,8	137,8%	222,1	-17,7%	288,9	30,1%		
P/E	32,8	13,8		16,8		12,9		Zmiana ceny: 1m	-1,2%
P/CE	27,8	12,7		14,3		11,2		Zmiana ceny: 6m	-9,3%
P/BV	60,9	12,6		11,7		8,1		Zmiana ceny: 12m	-0,9%
EV/EBITDA	21,7	10,5		11,7		8,7		Max (52 tyg.)	18,1
Dywid (%)	0,0	1,0		5,4		3,9		Min (52 tyg.)	12,0



Trzeci kwartał nie przyniósł zaskoczeń w odniesieniu do poziomu wyników finansowych. Pozytywną niespodzianką była natomiast liczba pozyskanych abonentów netto (+72 tys.), na co wpływ miała prawdopodobnie zmiana warunków umowy w platformie 'n' i spowodowany nią odpływ klientów konkurencji. Spodziewamy się, że czwarty kwartał nie przyniesie przełomu w odniesieniu do wyników ze względu na wprowadzane do oferty nowe programy oraz koszty wymiany najstarszych dekoderek. Komunikat spółki informujący o przekroczeniu na koniec listopada liczby 3,0 mln abonentów wskazuje, że spółka dobrze radzi sobie z presją konkurencyjną. Podnosimy rekomendację do akumuluj.

### Wyniki 3Q2009

Wyniki Cyfrowego Polsatu były zgodne z naszymi oczekiwaniami. Pozytywnym zaskoczeniem jest dla nas tempo wzrostu bazy abonenckiej: +72 tys. vs +60 tys. naszych oczekiwań, przy bardzo dobrej strukturze (+31,6 tys użytkowników pakietu rodzinnego, +40 tys. abonentów pakietu mini). Przyczyn bardzo udanego pod względem rozwoju bazy abonenckiej kwartału można szukać w przeprowadzonej w lipcu zmianie ogólnych warunków umowy w platformie 'n', co pozwoliło klientom konkurencji bez żadnych konsekwencji rozwiązywać umowy. Przychody spółki wyniosły 323,4 mln PLN. Mocno w porównaniu do poprzednich kwartałów spadły pozostałe przychody operacyjne, co jest efektem przestoju jaki miał miejsce latem w fabryce dekoderek i mniejszym wpływem na wyniki zmiany stanu zapasów dekoderek. Ubytek tych wpływów spółka zrekomensowała sobie wzrostami innych grup przychodowych. O 6,2 mln PLN r/r wzrosły przychody z abonamentu, a o 2,1 mln PLN przychody ze sprzedaży zestawów odbiorczych, co jest efektem szybszego niż w ubiegłym kwartale przyrostu bazy abonentów. Koszty licencyjne spadły w porównaniu do ubiegłego kwartału z 89,3 mln PLN do 86,9 mln PLN, czyli o 2,7%. Pozytywny efekt płynący z umocnienia złotego został w tym miejscu częściowo zniwelowany przez wzrost bazy abonenckiej, a także wzbogacenie ofert w poszczególnych pakietach. Ze względu na większą liczbę pozyskanych abonentów w porównaniu do 2Q wzrósł koszt sprzedanych dekoderek, jednak udało się utrzymać koszty dystrybucji i marketingu na tym samym poziomie (m.in. ze względu na fakt, że niższe sezonowo były koszty mailingu – spółka wysłała faktury raz na pół roku). Zysk operacyjny wyniósł 71,5 mln PLN, nieznacznie poniżej naszych prognoz (-1,8%). Zaskoczeń nie było też na poziomie salda na działalności finansowej. Wynik netto wyniósł 60,2 mln PLN przy 59,5 mln PLN naszych oczekiwań.

### Zakup udziałów w Punkcie

Cyfrowy Polsat nabył 45% udziałów w sieci dilerkiej Plusa za 24,6 mln PLN. Umowa przewiduje możliwość dokupienia pozostałych udziałów po cenie proporcjonalnej do pierwszej transakcji w wypadku zgody UOKiK. Punkt posiada sieć 200 placówek. Wskaźniki implikowane przez transakcję to według wyników Punktu za 2008 rok P/E = 28,8 i EV/EBITDA = 5,8. Należy jednak zwrócić uwagę, że zaraportowane już wyniki pierwszego półrocza 2009 roku wskazują, że wyniki ubiegłego roku mogą zostać przekroczone (1H2009: zysk netto 1,5 mln PLN, EBITDA 4,8 mln PLN). Celem transakcji ma być wzmocnienie sprzedaży zwłaszcza usług łączonych, które mają być uruchomione na początku przyszłego roku. Kluczowe dla opłacalności projektu będzie decyzja Plusa w kwestii pozostania w sieci (Punkt obsługuje około 25% dystrybucji Plusa). Wydaje nam się, że w pesymistycznym założeniu, że Plus zrezygnuje z usług Punktu. Sieć w oparciu jedynie o dystrybucję Cyfrowego Polsatu przyniesie w najgorszym przypadku kilka milionów straty EBITDA a więc będzie dużo mniej kosztownym wsparciem sprzedaży niż projekt MVNO.

### Testy usługi dostępu do Internetu

30 listopada zostały uruchomione testy usługi szerokopasmowego dostępu do Internetu w technologii HSPA+. Komercyjnie usługa ta ma zostać uruchomiona w 1Q2010, a od 2Q2010 ma



stać się częścią usług zintegrowanych obejmujących poza płatną telewizją i internetem jeszcze telefonię komórkową. Zdaniem prezesa Libickiego usługa osiągnie rentowność w ciągu 5 lat od startu. Pozytywnie oceniamy pomysł uruchomienia usługi internetowej. Naszym zdaniem spółka wzmocni w ten sposób swoją pozycję konkurencyjną względem operatorów telewizji kablowych i innych platform cyfrowych. Wydaje się nam również, że 5-letni termin osiągnięcia rentowności jest mocno konserwatywnym założeniem biorąc pod uwagę, że większość kosztów spółka poniosła budując infrastrukturę do MVNO, a ponadto współpraca ze Sferią i Aero2 ma być najprawdopodobniej oparta na niskich opłatach stałych.



## TVN (Kupuj)

Cena bieżąca: 12,6 PLN

Cena docelowa: 14,6 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-02

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 554,7	1 897,3	22,0%	2 102,7	10,8%	2 423,5	15,3%	Liczba akcji (mln)	346,4
EBITDA	552,6	711,4	28,7%	610,5	-14,2%	620,2	1,6%	MC (cena bieżąca)	4 347,7
marża EBITDA	35,5%	37,5%		29,0%		25,6%		EV (cena bieżąca)	6 466,0
EBIT	480,5	631,9	31,5%	428,8	-32,1%	389,3	-9,2%	Free float	40,6%
Zysk netto	241,8	363,7	50,4%	261,8	-28,0%	142,5	-45,6%		
P/E	18,0	12,1		16,6		30,5		Zmiana ceny: 1m	-13,4%
P/CE	13,9	9,9		9,8		11,6		Zmiana ceny: 6m	5,5%
P/BV	3,0	2,7		2,7		2,5		Zmiana ceny: 12m	-1,2%
EV/EBITDA	9,1	7,6		10,6		10,4		Max (52 tyg.)	16,0
Dywid (%)	3,0	2,8		4,6		0,0		Min (52 tyg.)	8,4



Trzeci kwartał nie przyniósł przełomu na rynku reklamowym, a wyniki operacyjne z przyczyn sezonowych dodatkowo pogarszała platforma 'n'. Oczekujemy, że również czwarty kwartał nie przyniesie istotnej zmiany sytuacji na rynku reklamowym, co powinno przełożyć się na całoroczną dynamikę rynku na zakładanym przez nas poziomie -12%. Ponadto nie znajdujemy żadnego uzasadnienia dla poziomu ceny jaki za 49% pakiet akcji platformy cyfrowej 'n' ma zapłacić TVN. Premia zapłacona w stosunku do notowań największego konkurenta platformy — Cyfrowego Polsatu, według naszych szacunków sięga 86% na wskaźniku EV/EBITDA na 2011 rok. Z drugiej strony uwzględniając szanse dla spółki płynące ze stabilizacji rynku reklamowego w przyszłym roku oraz aprecjacji polskiej waluty (TVN będzie zabezpieczać tylko dwa najbliższe przepływy z euroobligacji pozostawiając niezabezpieczony nominal) podnosimy rekomendację do kupuj.

### Wyniki 3Q2009 – bez przełomu na rynku reklamowym

Wyniki trzeciego kwartału w TVN nie pokazały istotnej poprawy w odniesieniu do kondycji rynku reklamowego. Przychody Grupy co prawda wzrosły o 20,9% do 427 mln PLN, jednak źródłem wzrostu była przede wszystkim konsolidacja wyników platformy cyfrowej 'n', która przyniosła uwzględniając wyłączenia konsolidacyjne około 102,0 mln PLN dodatkowych wpływów. Przychody reklamowe Grupy spadły o 13,0% do 360,0 mln PLN, przy czym spadek przychodów w samym segmencie telewizyjnym sięgnął 14%. Duże lepiej zachowywały się przychody ze sponsoringu, które spadły o 6,2% do 19,5 mln PLN które jeszcze w drugim kwartale spadały w tempie blisko 16%. Spadek przychodów z reklam i sponsoringu był podobnie jak w pierwszych trzech miesiącach roku częściowo rekompensowany przez wzrost przychodów ze sprzedaży licencji programowych do telewizji kablowych i platform satelitarnych. Wpływy z tego tytułu wzrosły o 11,0 mln PLN lub o 36,4% do 41,3 mln PLN. Dynamicznie wzrosły przychody z audiotele i teleshopingu. W odniesieniu do przychodów platformy cyfrowej nastąpił spadek wpływów w porównaniu do ubiegłego kwartału ze 105 mln PLN do 102,2 mln PLN. Przyczyną słabego wyniku 'n' była zmiana warunków umowy z klientami, która doprowadziła do wzrostu churnu i przez to mniej dynamicznego wzrostu liczby użytkowników. Na niskie przychody przełożył się też sezon urlopowy, który spowodował mniejszą ilość sprzedanych usług dodanych (przede wszystkim VOD). W skali kwartału platforma 'n' przyniosła 34,3 mln PLN straty na poziomie EBITDA, o 10 mln PLN więcej niż w minionym kwartale. W odniesieniu do kosztów operacyjnych nie udało się spółce powtórzyć sukcesu poprzedniego kwartału, gdzie znacznie ograniczono wydatki na koszty osobowe i koszty programingu. Dzięki o tydzień późniejszemu startowi jesiennej ramówki koszty programowe zredukowane zostały w porównaniu z ubiegłym rokiem o 7 mln PLN. W zakresie kosztów osobowych obniżono o około 5 mln PLN r/r koszty programu motywacyjnego, co jest związane z wygaśnięciem części programu i brakiem decyzji o jego kontynuacji ze strony WZA. Słaby wynik platformy cyfrowej w połączeniu z wciąż nieprzejawiającym oznak ożywienia rynkiem reklamowym przełożyły się na stratę operacyjną Grupy na poziomie 3,7 mln PLN. Na poziomie działalności finansowej spółka zgodnie z przewidywaniami osiągnęła duże dodatnie saldo w wysokości 52,1 mln PLN. Źródłem tak korzystnego rezultatu były różnice kursowe zaksięgowane od obligacji senior notes (+53 mln PLN), długu walutowego platformy 'n' (27,6 mln PLN) oraz zobowiązania warunkowego względem ITI (13,1 mln PLN) wynikająca z klauzuli dopłaty 60 mln EUR. Ponadto 13,9 mln PLN wyniosły różnice kursowe od zobowiązań handlowych Grupy. Różnice kursowe w ITI Neovision spowodowały również, że mimo znacznej straty operacyjnej w wysokości 61,8 mln PLN zaksięgowana przez TVN strata mniejszości miała wartość zaledwie 8,4 mln PLN, co pozwoliło Grupie TVN osiągnąć zysk netto w kwocie 58,2 mln PLN.

### Październikowe wyniki oglądalności

Oglądalność kanału TVN spadła w październiku do 19,0% z 19,4% w ubiegłym roku. W skali całej Grupy oglądalność spadła z 24,6% do 24,4%. W tym samym czasie oglądalność TVP1

spadła z 21,7% do 19,6%, TVP2 z 16,9% do 14,0%, a Polsatu wzrosła z 14,2% do 15,0%. W grupie docelowej oglądalność kanału TVN spadła z 26,8% do 25,3%. Wzrosła oglądalność Polsatu, który osiągnął wynik na poziomie 14,9% (przed rokiem 14,0%). TVP1 osiągnęło poziom 12,3% (13,6%), a TVP2 10% (11,3%). Zgodnie z oczekiwaniami wyniki oglądalności w październiku były w dużym stopniu odbiciem wrześniowych osiągnięć stacji. Zwraca uwagę relatywnie dobra postawa Polsatu i duża utrata oglądalności ze strony TVP2.

### **TVN liczy na odbicie na rynku reklamowym w 2010 roku**

Zdaniem dyrektora finansowego, Rafała Wyszomierskiego biorąc pod uwagę sytuację gospodarczą kraju spółka liczy na odbicie na rynku reklamy w 2010 roku. Pierwsza pozytywna dynamika na rynku reklamy może mieć naszym zdaniem miejsce najwcześniej w 2Q2010, ale odczuwalny wzrost rynku reklamowego nastąpi najprawdopodobniej dopiero w 4Q2010. Spodziewamy się, że dynamika 2010 roku może kształtować się na poziomie 0-1%, co w przypadku telewizji powinno przekładać się na wzrost o około 2-3%.

### **Obniżenie ratingu kredytowego**

Standard & Poor's obniżył długoterminowy korporacyjny rating kredytowy TVN z BB- do B+ podnosząc jednocześnie perspektywę ratingu do stabilnej. Jednocześnie Standard & Poor's Ratings Services potwierdził rating B+ dotyczący długu w odniesieniu do niezabezpieczonych PLN 500 mln obligacji TVN oraz dotyczący długu w odniesieniu do EUR 215 mln Senior Notes wyemitowanych przez TVN Finance. Jednocześnie Standard & Poor's Ratings Services przyznał rating długu B+ w odniesieniu do nowych niezabezpieczonych obligacji senior notes o wartości 588 mln EUR, które będą wyemitowane przez TVN Finance Corporation II A.B., jednostkę zależną od TVN S.A. Obniżenie ratingu jest konsekwencją zwiększenia zaangażowania w 'n', co implikuje zwiększenie długu netto o wynegocjowaną cenę oraz późniejsze konieczne inwestycje w platformę, które TVN będzie musiał teraz ponosić sam. Rating będzie miał wpływ na rentowność wymaganą przez inwestorów przy planowanej emisji obligacji.

### **Emisja pierwszej transzy obligacji**

TVN wyemitował pierwszą transzę obligacji o wartości nominalnej 405 mln EUR. Obligacje sprzedano za 399,7 mln EUR, a ich roczne oprocentowanie to 10,75%. Papiery mają wbudowaną opcję wcześniejszego wykupu. Od dnia 15 listopada 2014 roku obligacje będą mogły być wykupione po cenie 105,375%, od dnia 15 listopada 2015 roku po cenie 102,688% i od dnia 15 listopada 2016 roku po 100%. 222 mln EUR zostanie przeznaczonych na zrolowanie obligacji senior notes o wartości nominalnej 215 mln EUR, 26 mln EUR posłuży na spłatę kredytu, 136 mln EUR zostanie przeznaczona na zwiększenie płynności z przeznaczeniem na finansowanie rozwoju Grupy TVN. Wykup starych obligacji senior notes obciąży wynik finansowy 4Q2009 premią jaka zgodnie z wbudowaną w nie opcją call będzie musiała zapłacić spółka. Wartość zapłaconej premii wyniesie około 7 mln EUR, a zatem koszty wykupu starej emisji obciążą bieżący wynik netto kwotą około 28-30 mln PLN.





## WSiP (Trzymaj)

Cena bieżąca: 16,8 PLN

Cena docelowa: 17,2 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-03

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	224,9	198,2	-11,9%	196,2	-1,0%	198,2	1,0%	Liczba akcji (mln)	24,8
EBITDA	34,6	50,0	44,5%	41,2	-17,6%	42,7	3,6%	MC (cena bieżąca)	416,7
marża EBITDA	15,4%	25,2%		21,0%		21,5%		EV (cena bieżąca)	378,6
EBIT	29,8	46,3	55,1%	37,2	-19,7%	38,6	3,8%	Free float	0,0%
Zysk netto	49,2	39,1	-20,5%	30,5	-22,1%	32,0	5,2%		
P/E	9,0	10,7		13,7		13,0		Zmiana ceny: 1m	4,9%
P/CE	8,2	9,7		12,1		11,5		Zmiana ceny: 6m	13,1%
P/BV	3,6	3,8		4,1		4,0		Zmiana ceny: 12m	21,2%
EV/EBITDA	10,8	7,7		9,2		8,9		Max (52 tyg.)	17,0
Dywid (%)	6,3	10,7		9,4		7,3		Min (52 tyg.)	12,6



**Wyniki WSiP chociaż lepsze do naszych oczekiwań nie gwarantują wykonania prognozy rocznej przewidującej 30 mln PLN jednostkowego zysku netto. Naszym zdaniem do wypełnienia powyższego celu spółce zabraknąć może około 2-3 mln PLN. Nie osiągnięcie założonego prognozą poziomu zysku wynika ze specyfiki pierwszego roku reformy i nie zmienia według nas długoterminowej zdolności spółki do generowania zysku na poziomie przekraczającym 30 mln PLN. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.**

### Lepiej niż przed rokiem, ale wypełnienie prognozy wątpliwe

Wyniki WSiP są lepsze od naszych oczekiwań. Przyczyną odchylenia są niższe od zakładanych przez nas koszty sprzedaży i ogólnego zarządu, za czym stoją niższe koszty marketingu i promocji.

Przychody spółki wyniosły 118,5 mln PLN, przy 125,5 mln PLN naszych oczekiwań i 102,0 mln PLN przed rokiem. Wzrost sprzedaży r/r jest efektem pozytywnego odbioru nowych podręczników i sukcesu akcji promocyjnej. Marża brutto zwiększyła się o 3,4 p.p do 67,5 %, co przełożyło się na zysk brutto ze sprzedaży w kwocie 80,0 mln PLN przy 80,3 mln PLN naszej prognozy.

Aż o 7,7 mln PLN niższe były natomiast koszty sprzedaży i ogólnego zarządu. Spółka ponosiła jeszcze w trzecim kwartale znaczące koszty promocji, a także była zmuszona ponownie dodrukowywać egzemplarze gratisów, jednak mimo to udało się utrzymać koszty promocji na niższym poziomie niż w feralnym drugim kwartale. Wyższa sprzedaż wiązała się z wyższymi rezerwami utworzonymi na zwroty podręczników w skutek czego saldo pozostałej działalności operacyjnej zamknęło się kwotą -7,8 mln PLN, przy -4,9 mln PLN przed rokiem. Zysk operacyjny wyniósł 50,1 mln PLN przy 43,6 mln PLN oczekiwań. Przełożyło się to zysk netto na poziomie 40,3 mln PLN.

Pozytywnie należy ocenić zmiany w bilansie spółki, gdzie spółka zgromadziła 69,8 mln PLN gotówki, na co poza EBITDA tego kwartału składa się też istotne zejście z kapitału obrotowego (z 65 mln PLN do 31 mln PLN). Zwłaszcza ta ostatnia wartość jest istotna, gdyż determinuje ona potencjał spółki do przeprowadzenia buybacku (spółka deklaruje, że do skupu nie chce wykorzystywać tegorocznego zysku).

Mimo lepszych wyników niż przed rokiem wypełnienie prognozy zarządu mówiącej o 30,0 mln PLN zysku jednostkowego stoi pod znakiem zapytania. Zysk spółki dominującej po trzech kwartałach wynosi 34,8 mln PLN jednak należy pamiętać o tym, że czwarty kwartał zazwyczaj jest nierentowny. W zeszłym roku strata w tym okresie wyniosła -1,3 mln PLN jednak był to okres realizacji bardzo rentownych przetargów dla MEN i projektów wydawniczych dla Rzeczypospolitej. Oczekujemy zatem, że rzeczywisty wynik może się odchylić o ok. 3 mln PLN od pierwotnej prognozy zarządu. Odchylenie takie uważamy za efekt zdarzenia jednorazowego związanego z wyjątkowym dla branży pierwszym rokiem nowych ram programowych i nie sądzimy, by w kolejnych latach poziom 30 mln PLN zysku był zagrożony.

### Wezwanie do sprzedaży do 100% akcji

Fundusz private equity Pahoa Investments złożył wezwanie do sprzedaży do 100% akcji Wydawnictw. Cena w wezwaniu to 16,35 PLN. Cena z wezwania jest z pewnością dużo atrakcyjniejsza niż ta, po której niedawno swoje akcje chciały skupować Wydawnictwa. Wciąż jednak może okazać się to zbyt niską cenę by skusić większość inwestorów. Przy 16,35 PLN za akcję kapitalizacja WSiP wynosi około 405 mln PLN. Biorąc pod uwagę, że spółka ma potencjał do wypracowywania co roku ponad 30 mln PLN zysku netto i wypłacania całości w postaci dywidendy (brak dużych potrzeb inwestycyjnych), implikowana stopa dywidendy dla spółki wynosi 7,4%, a pomniejszając kapitalizację spółki o 70 mln gotówki netto jaką w tej chwili posiada stopa dywidendy rośnie do 9,0%. Z tego też względu, uwzględniając jeszcze fakt, że ewentualna kwota płatności powinna jeszcze uwzględniać premię za kontrolę wydaje nam się, że do zakończonego sukcesem wezwania konieczne będzie jeszcze podniesienie ceny.



### **Stanowisko zarządu w sprawie wezwania**

Zdaniem zarządu interes wzywającego jest zbieżny ze strategią WSiP i nie stanowi zagrożenia dla strategicznych planów spółki. Cena zaproponowana w wezwaniu znajduje się według zarządu w przedziale wartości odzwierciedlających wartość godziwą akcji spółki. Podtrzymujemy opinię, że cena z wezwania może okazać się niewystarczająca do realizacji celu 80\$ skupionego kapitału zakładowego.

### **Wywiad z prezesem Wedlerem**

Zdaniem prezesa WSiP w przyszłym roku przychody powinny wzrosnąć w stosunku do bieżącego, przy wyniku netto przynajmniej na takim samym poziomie jak w tym roku. W roku bieżącym spółki zależne mają być na plusie. Prezes podtrzymał intencje uczestnictwa w prywatyzacji Bellony. WSiP prowadzi również negocjacje w sprawie przejęcia wydawnictwa specjalistycznego. Przejęcia w wypadku powodzenia buybacku na 44 mln PLN będą finansowane przy częściowym użyciu kredytów. Naszym zdaniem w tym roku spółce będzie ciężko osiągnąć planowane 30 mln PLN zysku jednostkowego na co wpływ mają wysokie koszty promocji nowych serii podręczników. Uważamy, że przyszły rok powinien stać już pod znakiem lepszych rezultatów i przekroczenie wyznaczonego przez zarząd celu 30 mln PLN zysku netto rocznie nie powinno być problemem.

IT

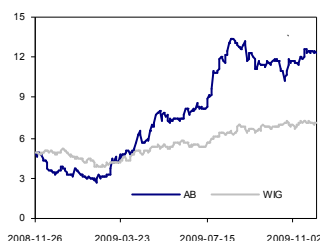


**AB (Kupuj)**

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-08-06

	Cena bieżąca: 12,3 PLN			Cena docelowa: 15,13 PLN					
(mIn PLN)	2007/08	2008/09P	zmiana	2009/10P	zmiana	2010/11P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 012,2	2 929,5	-2,7%	2 788,9	-4,8%	2 866,7	2,8%	Liczba akcji (mln)	16,0
EBITDA	39,5	88,4	123,9%	40,5	-54,2%	52,0	28,5%	MC (cena bieżąca)	196,0
marża EBITDA	1,3%	3,0%		1,5%		1,8%		EV (cena bieżąca)	371,5
EBIT	35,2	83,1	136,0%	35,0	-57,8%	46,5	32,7%	Free float	41,9%
Zysk netto	16,1	27,7	72,3%	20,0	-27,7%	23,8	18,7%		
P/E	12,2	7,1		9,8		8,2		Zmiana ceny: 1m	4,3%
P/CE	9,6	5,9		7,7		6,7		Zmiana ceny: 6m	66,5%
P/BV	1,0	0,9		0,8		0,7		Zmiana ceny: 12m	154,5%
EV/EBITDA	10,1	4,5		9,2		6,9		Max (52 tyg.)	13,4
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,7



**AB pozostaje w naszym odczuciu niedowartościowaną spółką z wskaźnikiem P/E za rozpoczęty rok obrotowy na poziomie 9,9 i potencjałem poprawy wyników w kolejnym roku. Wyniki pierwszego kwartału, mimo że lepsze od naszych oczekiwań nie stanowią według nas powodu do zmiany naszych prognoz rocznych, jednak nawet w oparciu o nasze konserwatywne prognozy dostrzegamy potencjał wzrostowy dla akcji spółki. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.**

**Niskie koszty i różnice kursowe**

Wyniki AB za pierwszy kwartał roku obrotowego 2009/10 są dla nas pozytywnym zaskoczeniem. Przychody spółki osiągnęły wartość 622,1 mln PLN zbliżoną do zakładanych przez nas 620 mln PLN. W ujęciu segmentowym cały czas imponująco prezentuje się rynek czeski, z którego w omawianym okresie pochodziło 251,6 mln PLN wypracowanego obrotu. Tym samym region ten zbliżył się pod względem udziału w przychodach do Polski, gdzie spółka wypracowała 327,3 mln PLN przychodów. Rynek słowacki przyniósł 43,2 mln PLN sprzedaży. Sporo słabsza od zakładanej przez nas była marża brutto na sprzedaży, która wyniosła 4,4% przy 5,0% naszej prognozy. Na odchylenie wpływ miały różnice kursowe, których poziom w naszej prognozie szacowaliśmy na 4,3 mln PLN, a według szacunków spółki (brak potwierdzenia ze strony ATC) wyniosły około 6,5 mln PLN. Ponadto spółka sprzedawała odpisane w poprzednim okresie złogi na magazynach, co spowodowało, że na poziomie wyniku brutto sprzedaż księgowana była z ujemną marżą. Pozytywnym zaskoczeniem jest poziom kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu, które wyniosły 20,0 mln PLN, o 3,1 mln PLN mniej od naszych założeń. Saldo pozostałej działalności operacyjnej wyniosło -0,3 mln PLN (1,3 mln PLN zysku z odwrócenia odpisu na zapasach), co przełożyło się na zysk operacyjny na poziomie 6,8 mln PLN, przy 11,3 mln PLN przed rokiem i 5,4 mln PLN naszych oczekiwań. Straty poniesione na różnicach kursowych na poziomie marży brutto spółka odrobiła na poziomie salda finansowego, które wyniosło +0,1 mln PLN vs. zakładane przez nas -1,0 mln PLN i zeszłoroczne -2,6 mln PLN. Przy dość wysokiej efektywnej stawce podatkowej (30,7%) zysk netto spółki wyniósł 4,9 mln PLN, przy 3,8 mln PLN wypracowanych przed rokiem i 2,9 mln PLN naszej prognozy.

Miniony kwartał okazał się też pomyślny dla spółki w kwestii zarządzania kapitałem obrotowym. Spółce udało się utrzymać jego wartość na poziomie z zeszłego kwartału mimo charakterystycznej w tym okresie dla branży presji na jego wzrost w związku z rozbudową zapasów pod czwarty kwartał kalendarzowy.

**Zwołanie WZA**

Na 4 grudnia zwołano WZA, w porządku którego znajdują się uchwały związane z zatwierdzeniem sprawozdania finansowego za zakończony rok obrotowy, absolutoria dla członków RN i zarządu. Zgodnie z uchwałą dotyczącą podziału zysku na dywidendę miałyby być przeznaczona kwota 4,27 mln PLN, czyli 0,27 PLN na akcję. Mają również zostać dokonane zmiany w statucie spółki. Część z nich wynika z dostosowania statutu do obecnego stanu prawnego, część dotyczy usunięcia zapisów związanych jeszcze z wprowadzaniem spółki na parkiet. Zamienione na akcje na okaziciela będzie 1,07 mln akcji serii C. Usunięto też niektóre przywileje przedstawicieli RN z ramienia akcjonariuszy mniejszościowych.



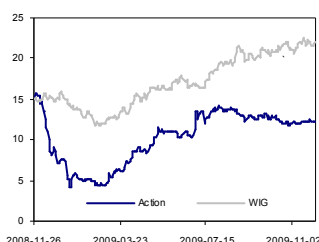
## Action (Kupuj)

Cena bieżąca: 12,3 PLN      Cena docelowa: 14,59 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-18

(mIn PLN)	2006/07	2007/08	zmiana	2008/09P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 797,5	2 343,4	30,4%	3 136,2	33,8%	2 122,6	-32,3%	Liczba akcji (mln)	17,2
EBITDA	37,7	66,3	75,8%	62,2	-6,2%	42,8	-31,3%	MC (cena bieżąca)	211,9
marża EBITDA	2,1%	2,8%		2,0%		2,0%		EV (cena bieżąca)	318,2
EBIT	30,4	58,3	91,9%	49,2	-15,5%	33,9	-31,2%	Free float	35,9%
Zysk netto	22,0	33,8	53,4%	31,2	-7,6%	21,4	-31,3%		
P/E	9,2	6,3		6,8		9,9		Zmiana ceny: 1m	2,8%
P/CE	6,9	5,1		4,8		7,0		Zmiana ceny: 6m	19,3%
P/BV	1,4	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	-20,6%
EV/EBITDA	7,1	5,5		5,1		7,6		Max (52 tyg.)	15,5
Dyield (%)	0,0	2,1		11,2		2,9		Min (52 tyg.)	4,1



**15 grudnia spółka publikuje wyniki 5 kwartału, które naszym zdaniem powinny zostać pozytywnie przyjęte przez rynek. Bieżąca wycena implikuje zannualizowany tegoroczny wskaźnik P/E na poziomie 10,9, mimo znacznych strat poniesionych w pierwszym kwartale. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.**

### Zwołanie WZA na 21 grudnia

Action poinformował o zwołaniu Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy na 21 grudnia 2009 roku. Przedmiotem obrad będą korekty statutu dostosowujące go do nowych przepisów prawnych, wydłużenie terminu ważności warrantów subskrypcyjnych (z 31.12.2010 do 31.12.2015) oraz wprowadzenie nowego regulaminu WZA.



## ASBIS (Akumuluj)

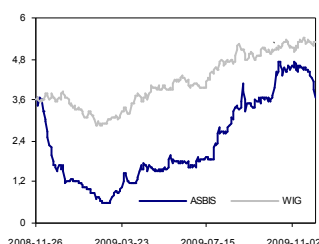
Cena bieżąca: 3,7 PLN

Cena docelowa: 4,23 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-02

(m In USD)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (m In PLN)	
Przychody	1 397,3	1 495,3	7,0%	1 117,8	-25,2%	1 270,0	13,6%	Liczba akcji (mln)	55,5
EBITDA	27,6	18,2	-34,2%	6,5	-64,2%	17,2	165,5%	MC (cena bieżąca)	204,2
marża EBITDA	2,0%	1,2%		0,6%		1,4%		EV (cena bieżąca)	213,5
EBIT	25,7	15,3	-40,4%	3,4	-77,8%	14,1	313,8%	Free float	34,2%
Zysk netto	18,7	4,0	-78,5%	-2,2		7,1			
P/E	4,0	18,6				10,5		Zmiana ceny: 1m	-20,0%
P/CE	3,6	10,9		81,6		7,3		Zmiana ceny: 6m	111,5%
P/BV	0,8	0,8		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	0,8%
EV/EBITDA	2,6	5,1		12,1		5,0		Max (52 tyg.)	4,7
Dywidenda (%)	3,5	12,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	0,6



Wyniki za trzeci kwartał zaprezentowane przez Asbis odbieramy neutralnie. Przyczyn gwałtownej przeceny akcji spółki upatrujemy w jej ekspozycji na rynek Zjednoczonych Emiratów Arabskich (w trzecim kwartale był to czwarty najważniejszy rynek zbytu po Rosji, Słowacji i Ukrainie z 6,1% udziałem) oraz realizacji zysków. Naszym zdaniem problemy związane z ewentualnym załamaniem finansów ZEA może być uciążliwe, ale nie decydujące dla spółki. Od publikacji wyników kwartalnych akcje Asbisu przeceniły się o blisko 20%, co naszym zdaniem jest znacznym przereagowaniem. Podnosimy rekomendację do akumuluj.

### Jest zysk, ale tempo poprawy anemiczne

Asbisowi udało się w trzecim kwartale osiągnąć rentowność, jednak skala poprawy była istotnie mniejsza od naszych oczekiwań. W wynikach negatywnie zaskoczyła nas rentowność brutto biznesu, która spadła nawet w porównaniu do ubiegłego kwartału mimo, że ze względów sezonowych naturalnym zjawiskiem jest nieznaczne rozszerzenie marży w tym okresie. Marża brutto w teorii zachowała swój zeszłoroczny poziom jednak należy pamiętać, że strat na różnicach kursowych obciążające wynik brutto na sprzedaży rok temu wyniosły 5,7 mln USD, a zatem po oczyszczeniu z ich wpływu marża brutto wyniosła 6,3%. Nieznacznie wyższy od naszych oczekiwań był też wzrost kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu w spółce (12,3 mln USD vs 11,9 mln USD prognozy). Przełożyło się to na wynik operacyjny na poziomie 2,1 mln USD przy 3,8 mln USD naszych oczekiwań. Saldo finansowe było lepsze od naszych oczekiwań ze względu na 0,4 mln USD zysku z różnic kursowych. Ostatecznie zysk netto spółki wyniósł 1,0 mln USD przy oczekiwanych przez nas 2,0 mln USD. Czwarty kwartał powinien przynieść dalszą poprawę wyników. Pozytywnym bodźcem powinno być zwłaszcza spłaszczenie się ujemnej dynamiki przychodów. Spodziewamy się, że przychody powinny w tym okresie charakteryzować się jednocyfrową ujemną dynamiką, choć nie wiadomo jaki wpływ na działalność Asbisu będzie miało ewentualne rozprzestrzenienie się epidemii grypy na Ukrainie. Osiągnięcie zysku netto lub nawet spełnienie naszej prognozy na poziomie -0,3 mln USD w tym roku wydaje się jednak, wobec zaprezentowanych w trzecim kwartale trendów, nierealne.



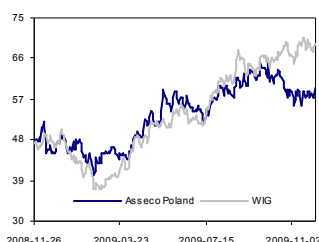
## Asseco Poland (Kupuj)

Cena bieżąca: 59,8 PLN      Cena docelowa: 71,9 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-19

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 282,4	2 786,6	117,3%	3 023,5	8,5%	3 193,7	5,6%	Liczba akcji (mln)	77,6
EBITDA	274,5	591,8	115,6%	652,7	10,3%	681,0	4,3%	MC (cena bieżąca)	4 634,5
marża EBITDA	21,4%	21,2%		21,6%		21,3%		EV (cena bieżąca)	5 089,8
EBIT	236,7	494,3	108,9%	548,6	11,0%	573,8	4,6%	Free float	55,1%
Zysk netto	161,0	321,6	99,7%	372,1	15,7%	365,5	-1,8%		
P/E	28,8	14,4		12,5		12,7		Zmiana ceny: 1m	2,1%
P/CE	23,3	11,1		9,7		9,8		Zmiana ceny: 6m	6,0%
P/BV	2,2	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	25,8%
EV/EBITDA	17,7	8,0		7,8		7,4		Max (52 tyg.)	65,4
Dyyield (%)	0,6	2,6		2,4		2,4		Min (52 tyg.)	40,0



**Wyniki 3Q2009 w Asseco Poland ukształtowały się znacznie powyżej naszych prognoz i konsensusu rynkowego. Za odchylenie częściowo odpowiadają wydarzenia jednorazowe, których wpływ na wynik brutto wyniósł według naszych szacunków +11,7 mln PLN. Pomijając ich wpływ rezultaty Asseco Poland wciąż jednak pozostają powyżej rynkowych oczekiwań. Według naszych prognoz spółka notowana jest obecnie po wskaźniku P/E na poziomie 12,5 (11,1 po zdjęciu z wyceny akcji własnych spółki) implikując około 23% dyskonta do mediany spółek porównywalnych. W naszym odczuciu nie ma przesłanek dla utrzymywania się takiego poziomu dyskonta w przyszłości. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.**

### Wyniki 3Q 2009

Wyniki Asseco Poland były lepsze od naszych oczekiwań. Przychody spółki wyniosły 697,2 mln PLN, o 0,9% poniżej naszych oczekiwań i 2,5% mniej od konsensusu rynkowego. W podziale na segmenty spółka zanotowała spadek sprzedaży do sektora finansowego (z 283,5 mln PLN przed rokiem do 248,7 mln PLN) oraz sektora publicznego (z 242,9 mln PLN do 177,3 mln PLN). Spadek ten został częściowo zrekomensowany przez sektor przedsiębiorstw, z którego wpływy wzrosły w omawianym okresie z 225,2 mln PLN do 271,3 mln PLN. Marża brutto była zgodna z naszymi oczekiwaniami (35,3%), co przy niższych przychodach przełożyło się na zysk brutto na sprzedaży na poziomie 246,5 mln PLN, o 1,8 mln PLN poniżej naszych oczekiwań. Pozytywnie zaskoczyły nas koszty sprzedaży i ogólnego zarządu, które spadły w porównaniu do 3Q2008 ze 123,7 mln PLN do 114,9 mln PLN, podczas gdy nasza prognoza zakładała wartość tych kosztów na poziomie 123,0 mln PLN. Saldo pozostałej działalności operacyjnej wyniosło 7,5 mln PLN, znacząco powyżej naszych prognoz, które zakładały +1,0 mln PLN. Źródłem odchylenia było 6,0 mln PLN rozwiązanej rezerwy na podatek u źródła. Wynik operacyjny wyniósł w rezultacie aż 139,1 mln PLN, przy 126,1 mln PLN naszych oczekiwań i 128,0 mln PLN konsensusu rynkowego.

Saldo działalności finansowej wyniosło -3,0 mln PLN. Na jego wartość wpływ miał odniesiony zysk osiągnięty przez spółkę na sprzedaży spółek Koma Nord, Serum Software i Disig, który wyniósł 4,1 mln PLN, a także 7,2 mln PLN odpisu wartości firmy w Syntagmie. Ponadto spółka rozpoznała rozwodnienie akcji, które podwyższyło wynik brutto o 8,8 mln PLN. Efektywna stawka podatku dochodowego była dość wysoka i wyniosła 20,72%, co zostało częściowo zrekomensowane przez niski zysk przypadający akcjonariuszom mniejszościowym (12,9 mln PLN przy 14,0 mln PLN naszej prognozy). W konsekwencji wynik netto przypadający akcjonariuszom Asseco Poland wyniósł 102,3 mln PLN przy 87,4 mln PLN naszej prognozy i 89,3 mln PLN konsensusu rynkowego.

### Kontrakt dla ABG

ABG, spółka zależna Asseco, wygrało przetarg na dostawę aplikacji dla NFZ służącego zabezpieczeniu danych. Wartość umowy to około 1,8 mln PLN.

### Nabycie spółki OTAGO

Asseco Poland nabyło 95% udziałów w kapitale zakładowym spółki OTAGO zajmującej się tworzeniem i wdrażaniem oprogramowania wspomagającego pracę urzędów administracji samorządowej i będącej twórcą, i właścicielem systemu informatycznego pod nazwą Zintegrowany System Wspomagania Zarządzania Miastem OTAGO. Cena nabycia wynosi około 26 mln PLN. W komunikacie brak informacji na temat wyników finansowych przejętej spółki więc trudno nam się odnieść do atrakcyjności wyceny. W odniesieniu do synergii biznesowych OTAGO działa w segmencie administracji samorządowej, w której Asseco nie było dotąd mocno obecne. Zwiększa to szanse spółki na zlecenia integracji na styku administracji centralnej i samorządowej, a także otwiera ekspozycję na spore fundusze unijne przeznaczone na informatyzację samorządów.

### **Kolejny kontrakt dla ABG**

ABG wygrało przetarg organizowany przez Wojewódzki Szpital Specjalistyczny im. Mikołaja Kopernika w Łodzi na aktualizację i nadzór autorski oprogramowania Hipokrates i Infomedica oraz szkolenie personelu. Wartość oferty wyniosła 0,92 mln PLN netto.



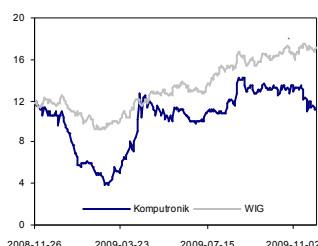
## Komputronik (Trzymaj)

Cena bieżąca: 11,1 PLN      Cena docelowa: 10,48 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-29

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	519,3	757,9	45,9%	848,0	11,9%	980,8	15,7%	Liczba akcji (mln)	8,2
EBITDA	15,2	15,4	0,9%	10,5	-31,4%	22,2	110,8%	MC (cena bieżąca)	91,0
marża EBITDA	2,9%	2,0%		1,2%		2,3%		EV (cena bieżąca)	149,9
EBIT	13,5	10,2	-24,3%	4,9	-52,5%	16,4	238,8%	Free float	25,2%
Zysk netto	10,3	5,6	-45,4%	4,1	-27,5%	9,5	131,9%		
P/E	8,0	16,1		22,3		9,6		Zmiana ceny: 1m	-17,0%
P/CE	6,9	8,4		9,3		6,0		Zmiana ceny: 6m	0,2%
P/BV	1,0	0,7		0,7		0,6		Zmiana ceny: 12m	-3,5%
EV/EBITDA	3,4	7,1		14,2		7,0		Max (52 tyg.)	14,3
Dyyield (%)	0,6	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,8



Trzeci kwartał nie pokazał poprawy sytuacji finansowej w Komputroniku i spółka ponownie zaraportowała stratę netto. Również czwarty kwartał nie przyniesie przełomu mimo oczekiwanej przez nas poprawy wyników finansowych w Karenie. Ponadto nad Grupą wisi groźba odpisów na należnościach spowodowanych ewentualną upadłością Techmexu. Uważamy, że w przypadku Techmexu przyjęty zostanie wariant wymiany długu (około 15 mln PLN) na akcje, co pozwoli na uniknięcie odpisów na należnościach naszym zdaniem pewnych w scenariuszu upadłości likwidacyjnej Techmexu. Wyraźniejszej poprawy wyników Grupy naszym zdaniem należy się spodziewać najwcześniej w drugim kwartale przyszłego roku, kiedy przeprowadzona restrukturyzacja kosztowa i poprawa struktury sprzedaży powinny przynieść pierwsze efekty. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

### Wyniki 3Q2009 - w Karenie bez zmian

Wyniki Komputronika w trzecim kwartale były słabsze od naszych oczekiwań. Przychody spółki wyniosły 187,1 mln PLN, przy 186,0 mln PLN naszej prognozy. Negatywnie zaskoczyła nas marża brutto, która znacznie spadła w porównaniu do ubiegłego kwartału (z 13,9% do 12,3%) i była niższa od oczekiwanych przez nas 13,5%. W porównaniu do ubiegłego roku marża brutto spadła o 0,5 p.p., przy czym nastąpił wzrost rentowności w Karenie (z 7,1% do 9,2%) i spadek w jednostce dominującej (z 12,2% do 11,6%). Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wyniosły 25,8 mln PLN, przy 26,0 mln PLN naszej prognozy i 23,2 mln PLN przed rokiem. Saldo pozostałej działalności operacyjnej zamknęło się kwotą -0,7 mln PLN, o 0,2 mln PLN niższą od naszych założeń. Wpływ na większe od zakładanego saldo pozostałej działalności operacyjnej miał fakt, że w trzecim kwartale Karen zamknął 4 sklepy własne co wygenerowało stratę na poziomie 0,7 mln PLN ze względu na odpis niemożliwych do odzyskania środków trwałych. W konsekwencji powyższych czynników wynik operacyjny wyniósł -3,4 mln PLN, przy -1,4 mln PLN naszej prognozy i -1,6 mln osiągniętych przed rokiem. Saldo działalności finansowej wyniosło +0,3 mln PLN. Wpływ na jego wartość miało 0,5 mln PLN zysku na sprzedaży zastawów, które zostały przejęte w związku z prowadzonymi postępowaniami windykacyjnymi. Były to akcje Techmexu przejęte za długi, które następnie udało się sprzedać na rynku powyżej ceny z dnia ich przejęcia. Przy ujemnej wartości podatku dochodowego w wysokości -0,7 mln PLN i wyniku mniejszości na poziomie -0,6 mln PLN strata netto przypadająca akcjonariuszom Komputronika wyniosła -1,8 mln PLN, przy -0,6 mln PLN naszych oczekiwań.

### Włączenie sprzętu AGD do oferty

Komputronik zapowiedział wprowadzenie do oferty sprzedaży sprzętu gospodarstwa domowego. Oferta sieci Komputronik oraz sklepu internetowego poszerzyć się może o ponad 1 200 nowych produktów AGD. Zdaniem przedstawicieli spółki Sprzęt AGD znakomicie wpisuje się w kompetencje Komputronika jako dostawcy sprzętu IT i elektroniki użytkowej, stanowiąc naturalne uzupełnienie dotychczasowej oferty dla tzw. użytkowników domowych. Poszerzenie asortymentu rzeczywiście generuje pewne korzyści skali z racji ewentualnego zwiększenia sprzedaży przy utrzymaniu wielkości kosztów stałych. Większy potencjał widzimy przy tym w sklepie internetowym. Z racji swoich rozmiarów salony sprzedaży Grupy Komputronik są nienajlepiej przystosowane do sprzedaży wielkogabarytowego sprzętu AGD i z tego względu skala oferowanych na miejscu produktów będzie z pewnością mocno ograniczona.





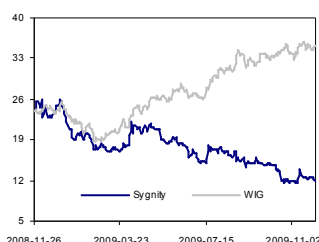
## Sygnity (Trzymaj)

Cena bieżąca: 12 PLN      Cena docelowa: 13,2 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-23

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 201,9	995,7	-17,2%	608,6	-38,9%	674,6	10,9%	Liczba akcji (mln)	11,9
EBITDA	-16,3	56,6		-55,4		27,9		MC (cena bieżąca)	142,6
marża EBITDA	-1,4%	5,7%		-9,1%		4,1%		EV (cena bieżąca)	168,3
EBIT	-72,0	11,5		-89,4		-2,7	-96,9%	Free float	65,9%
Zysk netto	-65,6	-1,5	-97,7%	-79,5	5253,9%	-8,1	-89,8%		
P/E								Zmiana ceny: 1m	0,6%
P/CE		3,3				6,3		Zmiana ceny: 6m	-35,0%
P/BV	0,4	0,4		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-52,9%
EV/EBITDA		2,8				6,8		Max (52 tyg.)	26,0
Dyyield (%)	14,3	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	11,5



Sygnity nie zachwyciło wynikami w trzecim kwartale, a przekroczenie konsensusu rynkowego zawdzięcza głównie rozwiązaniu rezerw, które podniosły wynik operacyjny spółki o 4,7 mln PLN. Wobec osiągniętych rezultatów realizacja celów wyznaczonych przez zarząd (700 mln PLN rocznych przychodów, EBIT powyżej 20 mln PLN w 2H2009) jest naszym zdaniem nierealna. Skłania nas to do obniżenia naszych prognoz tegorocznych wyników oraz prognozowanej wcześniej ścieżki poprawy wyników w spółce. Oczekujemy znacznej poprawy wyników w przyszłym roku, jednak nie sądzimy, by poziom kontrakcji i wprowadzony program oszczędnościowy mógł zapewnić osiągnięcie zysku na poziomie operacyjnym już w przyszłym roku. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

### Wyniki 3Q 2009

Sygnity zaprezentowało w trzecim kwartale przeciętne wyniki finansowe. Przychody spółki spadły o 28,9% do 126,8 mln PLN, przy czym spadki wpływów miały miejsce przede wszystkim w sektorach: bankowym (o -41,7% r/r do 38 mln PLN) i przemysłowo-telekomunikacyjnym (o -47,4% do 25,3 mln PLN). Spadki obrotu udało się wyhamować w sektorze publicznym, gdzie w ujęciu r/r ujemna dynamika wyniosła zaledwie -0,3%. Spadły natomiast przychody wypracowywane przez sektor użyteczności publicznej, czyli segment, który w poprzednich kwartałach nadrabiał straty generowane przez pozostałą działalność. W 3Q2009 dynamika przychodów segmentu utilities wyniosła -19,6%, a przychody spadły do 17,8 mln PLN. Rentowność brutto Sygnity wyniosła 21,7% i była wyższa od ubiegłorocznej, kiedy podstawowa marża osiągnęła wartość 19,6%. Na poziom wyniku brutto został jednak odniesiony wpływ rozwiązania 3,1 mln PLN rezerw, które były utworzone w ubiegłym kwartale pod potencjalne kary umowne (całkowita kwota rozwiązanych rezerw podnosząca wynik 3Q2009 wyniosła 4,7 mln PLN). Po skorygowaniu zysku brutto o ich wpływ marża brutto spada do 19,3%, co jest wynikiem nieznacznie powyżej naszych oczekiwań, które kształtowały się na poziomie 19,0%. Na poziomie kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu nie widać jeszcze wyraźnych efektów prowadzonej właśnie w spółce restrukturyzacji kosztowej. Koszty te wzrosły do 36,6 mln PLN w porównaniu do 34,2 mln PLN przed rokiem. Wzrost kosztów nastąpił mimo faktu odwrócenia odpisów na należności na kwotę 1,6 mln PLN (druga część rozwiązywanych rezerw), które pomniejszyło koszty sprzedaży. Saldo pozostałej działalności operacyjnej zamknęło się kwotą +4,1 mln PLN, z czego 1,3 mln PLN pochodziło z zysku zaksięgowanego na sprzedaży KPG (zgodnie z prognozami). Powyższe tendencje przełożyły się w minionym kwartale na stratę operacyjną w wysokości -4,6 mln PLN, przy -5,1 mln PLN naszej prognozy i -2,7 mln PLN konsensusu rynkowego. Saldo działalności finansowej wyniosło -1,3 mln PLN. Wynik netto spółki w dużym stopniu został poprawiony przez ujemny podatek dochodowy na kwotę 2,2 mln PLN, przez co strata netto wyniosła zaledwie -3,7 mln PLN. Było to osiągnięcie powyżej naszych oczekiwań (-7,4 mln PLN straty) i konsensusu rynkowego (-3,9 mln PLN straty).

### Kolejny kontrakt w konsorcjum z European Dynamics

Spółka poinformowała o podpisaniu umowy pomiędzy Parlamentem Europejskim a konsorcjum pod przewodnictwem greckiej spółki European Dynamics, w skład którego wchodzi Sygnity. Podpisana umowa obejmuje rozwój, wdrożenie i utrzymanie systemów informatycznych m.in. w takich obszarach, jak: zarządzanie dokumentami, web content management, rozwój oprogramowania Open Source a także utrzymanie i integrację wdrożonych systemów z istniejącymi aplikacjami. Umowa zawarta została na okres dwóch lat, z możliwością przedłużenia o dwa kolejne okresy roczne. Budżet projektu przewidziany na cztery lata to 34,1 mln EUR (142,3 mln PLN), a szacowany udział Sygnity w pracach to około 22%, co wynosi około 7,5 mln EUR (31,3 mln PLN). Powyższa umowa dodaje około 8 mln PLN do portfela kontraktów na przyszły rok. Łącznie ma on w tej chwili wartość około 172 mln PLN, przy około 142 mln PLN. W naszym scenariuszu jako pesymistyczny przyjęliśmy wzrost przyszłorocznych przychodów o nieco ponad 10% w stosunku do bieżącego roku. Pozyskany do tej pory portfel kontraktów daje duże nadzieje na realizację tego celu.

## Metale



### Kęty (Trzymaj)

Cena bieżąca: 112 PLN      Cena docelowa: 115,4 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-05

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 253,0	1 183,5	-5,5%	1 075,0	-9,2%	1 171,8	9,0%	Liczba akcji (mln)	9,2
EBITDA	194,0	190,2	-2,0%	186,2	-2,1%	185,1	-0,6%	MC (cena bieżąca)	1 033,2
marża EBITDA	15,5%	16,1%		17,3%		15,8%		EV (cena bieżąca)	1 256,2
EBIT	141,9	128,3	-9,5%	124,0	-3,4%	123,0	-0,8%	Free float	46,0%
Zysk netto	97,8	63,4	-35,2%	67,0	5,8%	82,9	23,7%		
P/E	10,6	16,3		15,4		12,5		Zmiana ceny: 1m	5,7%
P/CE	6,9	8,3		8,0		7,1		Zmiana ceny: 6m	49,7%
P/BV	1,5	1,4		1,3		1,3		Zmiana ceny: 12m	56,6%
EV/EBITDA	7,2	7,4		6,7		6,9		Max (52 tyg.)	116,5
Dywid (%)	3,6	1,2		0,0		3,6		Min (52 tyg.)	56,6



Mimo osłabienia koniunktury na rynku wyrobów aluminiowych, w trzecim kwartale spółka utrzymała zbliżony do zesłorocznego poziom sprzedaży (-2,7% r/r). Mimo trwającej w branży dekonunktury a dzięki przeprowadzonej restrukturyzacji i efektem walutowym USD/EUR marża EBITDA spółki wzrosła do 18,2%. Zysk netto wzrósł r/r o 43,5% również dzięki mniejszym odsetkom od kredytów, dodatniemu wpływowi transakcji zabezpieczających i wycenie zadłużenia. Jak na razie brak jest bardziej istotnych symptomów ożywienia, ale Grupa Kęty jest dobrze przygotowana na kryzys w branży. Przewidywane przyszłoroczne ożywienie gospodarcze, przy ograniczonej bazie kosztowej powinno prowadzić do skokowego wzrostu zysków. Podtrzymujemy neutralną rekomendację.

#### Wyniki segmentów

W 3Q2009 najlepiej pod względem wielkości przychodów ze sprzedaży radził sobie segment opakowań giętkich (21,3% r/r) i segment usług budowlanych (20,3% r/r). Znacznie gorzej było w segmentach wyrobów wyciskanych (-6,2% r/r), systemów aluminiowych (-12,0% r/r) oraz akcesoriów budowlanych (-21,4% r/r). Największa wartość wyniku operacyjnego została wygenerowana przez segment systemów aluminiowych (17,2 mln PLN -11,0% r/r), wyrobów wyciskanych (14,1 mln PLN 18,5% r/r) oraz opakowań giętkich (8,9 mln PLN 106,1% r/r). Największy spadek wartości zysku operacyjnego miał miejsce w segmencie artykułów budowlanych (-42,5% r/r).

#### Cash Flow - silna strona wyników

W trzech pierwszych kwartałach 2009 roku spółka wygenerowała znaczący przepływ gotówki w wysokości 173 mln PLN. Zredukowano wielkość kapitału pracującego o 23% r/r przy 9% spadku przychodów ze sprzedaży. W tym samym okresie Grupa poniosła nakłady inwestycyjne w wielkości 30,7 mln PLN, czyli o 20% mniej niż w analogicznym okresie roku poprzedzającego. W trzech pierwszych kwartałach 2009 roku zadłużenie zostało obniżone o 97 mln PLN. Zarząd zapowiada, że spółka posiada wystarczającą ilość wolnej gotówki by sprostać oczekiwaniom akcjonariuszy dotyczącym dywidendy za 2009 rok. Spółka nie planuje na dzień dzisiejszy żadnych akwizycji. Zarząd rozważa natomiast ewentualną sprzedaż części udziałów w spółce zależnej Alupol, działającej w segmencie opakowań giętkich.

#### Weryfikacja prognozy na 2009 rok

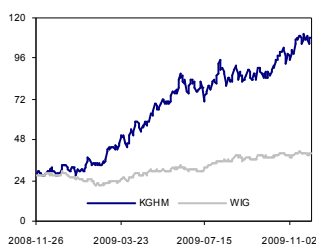
Lepsze niż oczekiwano wyniki operacyjne poszczególnych segmentów przyczyniły się do rewizji prognozy dotyczącej wyników za 2009 rok z lutego bieżącego roku. Zarząd dodatkowo skorygował wartość spodziewanych przychodów za 2009 roku (1 075 mln PLN). Na wyższe, niż wcześniej oczekiwano, zmieniono wielkość zysku operacyjnego (124 mln PLN), EBITDA (186 mln PLN) oraz zysku netto (67 mln PLN).



## KGHM (Redukuj)

**Cena bieżąca: 108 PLN      Cena docelowa: 90,4 PLN**
**Analitik: Michał Marczak**
**Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-01**

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	12 183,0	11 302,9	-7,2%	10 716,6	-5,2%	10 939,4	2,1%	Liczba akcji (mln)	200,0
EBITDA	5 034,0	4 077,7	-19,0%	3 333,0	-18,3%	3 084,2	-7,5%	MC (cena bieżąca)	21 600,0
marża EBITDA	41,3%	36,1%		31,1%		28,2%		EV (cena bieżąca)	20 939,7
EBIT	4 682,0	3 596,4	-23,2%	2 793,2	-22,3%	2 540,8	-9,0%	Free float	36,0%
Zysk netto	3 799,0	2 910,4	-23,4%	2 289,2	-21,3%	2 270,1	-0,8%		
P/E	5,7	7,4		9,4		9,5		Zmiana ceny: 1m	9,2%
P/CE	5,2	6,4		7,6		7,7		Zmiana ceny: 6m	37,8%
P/BV	2,4	2,0		2,0		1,9		Zmiana ceny: 12m	286,0%
EV/EBITDA	3,8	4,9		6,3		6,7		Max (52 tyg.)	110,2
Dyyield (%)	15,7	8,3		10,8		7,4		Min (52 tyg.)	26,6



**9 grudnia NWZA KGHM zdecyduje m.in. o zaliczkowej dywidendzie ze spółki, która naszym zdaniem może wynieść nawet 50% zysku netto spółki za trzy kwartały, tj. 927 mln PLN (4,64 PLN na akcję, DY brutto 4,3%). Informacja ta powinna zostać pozytywnie przyjęta przez inwestorów, co naszym zdaniem będzie dobrą okazją do zredukowania akcji spółki w portfelu. Rynek miedzi wchodzi w okres słabego sezonowo popytu (grudzień-luty) przy wysokim wykorzystaniu mocy wytwórczych kopalń (grudzień), co powinno przynieść skokowy wzrost zapasów na giełdach towarowych (nawet 200 tys. ton). Biorąc pod uwagę silne wzrosty cen miedzi w ostatnich miesiącach ryzyko gwałtownej korekty cen metali istotnie rośnie. Przypominamy, że Skarb Państwa zamierza sprzedać w przyszłym roku ok. 10% akcji spółki. Podtrzymujemy rekomendację redukcji.**

### Rynek miedzi - pozorna równowaga

Rynek miedzi pozornie wygląda na zbilansowany a obserwowana w ostatnich tygodniach skala wzrostu zapasów - biorąc pod uwagę, że światowa gospodarka jest w kryzysie - jest pomijana przez kapitał spekulacyjny zajmujący pozycję na surowcach. Zwracamy jednak uwagę, że wg. WBMS w pierwszych dziewięciu miesiącach br. światowy popyt na miedź pozostawał na poziomie z poprzedniego roku, z czego w Chinach wzrósł o 45% (+1,7 mln ton r/r) a w pozostałych krajach spadł o ok. 20%. Oznacza to, że udział Chin w globalnym popycie wzrósł do 40%! Przetwórcy w Chinach zwiększyli jednak zakupy metalu jedynie o 16,7%, co oznacza, że niemonitorowane zapasy zgromadzone przez SRB mogły wzrosnąć w tym okresie o ok. 1,1 mln ton (8% światowej konsumpcji, tj. więcej niż Japonia). Dane obrazują skalę faktycznej nierównowagi na rynku metalu i jego nieprzewidywalności (decyzje administracyjne). Decyzja SRB o wstrzymaniu zakupów przy nadal istotnej nadwyżce podaży nad realnym popytem prowadziłaby do szybkiego odbudowywania się zapasów na giełdach towarowych. Przy dalszym wzroście cen na LME rośnie ryzyko decyzji SRB o wprowadzeniu części zapasów na rynek.

### Udany koniec roku

W grudniu KGHM otrzyma od Polkomtela zaliczkową dywidendę w wysokości 113 mln PLN, co pozytywnie wpłynie na wyniki spółki, częściowo niwelując zapowiedziane przez zarząd odpisy wartości aktywów na kwotę ok. 200 mln PLN. Po uwzględnieniu dobrego wyniku na działalności operacyjnej oczekujemy, że w 4Q spółka osiągnie ponad 500 mln PLN zysku netto. Skarb Państwa jest zdeterminowany do wypłaty wysokiej dywidendy.

### Zaliczkowa dywidenda z Polkomtela

Polkomtela zdecydował o wypłacie zaliczkowej dywidendy z zysku za 2009 roku w kwocie stanowiącej 50% zysku netto za trzy kwartały roku. Stanowi to kwotę 464 mln PLN, co po uwzględnieniu udziału KGHM i PKN w akcjonariacie operatora daje 113 mln PLN wpływów dla każdej ze spółek.

### Kolejne żądania związków

Związek zawodowy Solidarność po raz kolejny domaga się spotkania z zarządem w celu omówienia podwyżek wynagrodzeń i grozi eskalacją protestu. Związki zawodowe zobowiązały się w zawartej z zarządem umowie, że w br. nie będą wnioskować o zmiany wynagrodzeń. Naszym zdaniem Solidarność nie złamie postanowienia, ale już rozpoczęła „negocjacje” przyszłorocznych pensji. 10% wzrost całego uposażenia statystycznego pracownika KGHM to wyższe koszty o 250 mln PLN. Takiego też wzrostu należy spodziewać się w przyszłym roku. 250 mln PLN zostaje wyrównane po stronie zysku spółki przy 150 USD/t (obecnie 2,5%) wzroście średniorocznej ceny miedzi na LME.

## Budownictwo

### Dynamika produkcji budowlano-montażowej w październiku

Zgodnie z danymi GUS, dynamika produkcji budowlano-montażowej wyniosła w październiku 2,7% r/r i 7,6% m/m. Po wyeliminowaniu czynników sezonowych, dynamika wyniosłaby 5,3% r/r i - 0,2% m/m.

### Budownictwo wzrośnie o 8% r/r w 2010 roku wg. PMR

PMR prognozuje, że produkcja budowlana wzrośnie w 2009 roku o 5%, w 2010 roku zaś o 8%. Głównym motorem wzrostu będzie segment infrastrukturalny. W połowie 2010 roku ustabilizuje się sytuacja w segmencie kubaturowym, dużo zależy jednak od wzrostu aktywności kredytowej banków. Jednocześnie, rośnie optymizm firm budowlanych. Jedną piątą największych firm ocenia sytuację w sektorze jako pozytywną, podczas gdy pół roku temu było to jedynie 9% firm. 42% firm oczekuje w ciągu najbliższych 12 miesięcy poprawy sytuacji na rynku, 14% oczekuje dalszego pogorszenia. 71% firm pozytywnie ocenia swoją sytuację finansową, w porównaniu do 60% firm pół roku temu. Za najbardziej atrakcyjny segment firmy budowlane uznają drogownictwo (84% wskazań), budownictwo sportowe (31%), energetyczne (31%), ekologiczne (24%). Za najmniej perspektywiczne uznano budownictwo biurowe (5%) i magazynowe (9%). Prognoza została ujęta w cenach stałych.

## Budownictwo drogowe

### Minister infrastruktury o przetargach drogowych

Minister infrastruktury zapowiada, że do pierwszej połowy przyszłego roku resort infrastruktury planuje podpisanie umów na budowę 500 kilometrów dróg ekspresowych, autostrad i obwodnic. Na budowę autostrad ogłoszone zostały już wszystkie przetargi, które zostały do ogłoszenia. Odbyły się już 4 emisje obligacji BGK na rzecz Krajowego Funduszu Drogowego na kwotę 4,7 mld PLN.

## Budownictwo kolejowe

### PKP PLK chce wydać 5 mld PLN w 2010 roku

Prezes PKP PLK przyznaje, że spółka w 2010 roku chce przeznaczyć na inwestycje 5 mld PLN, z czego 1 mld PLN będzie pochodził ze środków UE. Obecnie modernizacji podlega 40% długości linii Warszawa – Gdynia. Prezes chciałby, aby w I półroczu 2010 roku zakończyło się kontraktowanie wszystkich pozostałych odcinków. Kontynuowane będą modernizacje na linii Warszawa – Łódź, Wrocław – Poznań. Zacznie się też remont na linii Służewiec – Radom. Z planowanych 5 mld PLN, 3,7 mld PLN będzie pochodził z budżetu PKP PLK, pozostałe środki są do pozyskania z UE.

## Budownictwo energetyczne

### Jeszcze przed końcem roku ruszy przetarg na nowy blok w Koźlenicach?

Prezes Koźlenic II przyznaje, że spółkę interesuje budowa bloku 1000 MW „pod klucz”. Właśnie trwają przygotowania do ogłoszenia przetargu. Wstępna analiza kosztów budowy bloku wskazuje na koszt budowy na poziomie 1,3 mld EUR (6 mld PLN). Prezes Grupy Enea przyznaje, że po pozyskaniu środków z GPW firma dysponuje 2 mld PLN na inwestycje. Na obecnym etapie prac środki te wystarczą. Prowadzone są rozmowy z instytucjami finansowymi na temat pozyskania środków na dalszą część budowy. O pierwszych pracach projektowych w przypadku rozstrzygnięcia przetargu można mówić pod koniec 2010 roku, o pierwszych dostawach – pod koniec 2011 roku, zaś o pierwszych montażach – w roku 2012. Część elektryczna byłaby wykonywana prawdopodobnie od roku 2013, blok zaś byłby gotowy w roku 2015.

## Budownictwo przemysłowe

### Trzy konsorcja wybrane do dalszych negocjacji ws. budowy gazoportu

Trzy konsorcja wybrane zostały do dalszych negocjacji w sprawie budowy gazoportu. Konsorcjum pierwsze składa się z firm Saipem, Techint i Snamprogetti oraz PBG. Drugie konsorcjum złożone jest z firm Tecnimont, Sofregaz, Vinci Construction Grand Projects Sas, Entrepouse Construction i Polimex Mostostal. Trzecie konsorcjum składa się z firm Daewoo i Korea Gas. Wszystkie konsorcja posiadają niezbędne referencje. Do końca roku inwestor, Polskie LNG, czeka na wstępne oferty od konsorcjów, potem rozpoczną się negocjacje. Do 12 maja 2010 roku ma być podpisana umowa z wybranym konsorcjum. Prezes spółki Gaz – System, do której należy firma Polskie LNG, szacuje koszt terminala na 500 mln EUR. Wcześniej koszt terminala szacowano na 500-700 mln EUR. Banki komercyjne mają sfinansować 30-40% kosztu inwestycji. Gaz System negocjuje z nimi warunki kredytowania, umowa ma być gotowa do końca roku. Spółka stara się też o pożyczki z EBOR i EBI na kwotę około 300 mln EUR. Udział PBG w konsorcjum ma wynieść 33%, zakładając, że podobnie

uksztaluje się udział Polimexu, wartość udziału możliwe do zdobycia przez polskie spółki w przetargu to około 700 mln PLN.

## ABM Solid

### Dwa nowe kontrakty za 65 mln PLN

ABM Solid pozyskał dwa nowe kontrakty o wartości 65 mln PLN (około 17% możliwych do wygenerowania w tym roku przychodów). Jeden z kontraktów przewiduje budowę kanalizacji (20 mln PLN), drugi zaś galerii handlowej (45 mln PLN). Obecny portfel zleceń spółki na rok 2010 to 250 mln PLN (+30% r/r, rok temu portfel o tej porze wynosił 190 mln PLN).

## Elektrotim

### Portfel zamówień może przekroczyć 100 mln PLN

Prezes Elektrotimu przyznaje, że portfel zamówień spółki na 1 listopada wyniósł 98,52 mln PLN. Portfel zamówień na koniec roku może przekroczyć 100 mln PLN. W kolejnym roku trudne może okazać się utrzymanie marż na poziomie z tego roku.

## Mostostal Płock

### Dobry wynik pomimo słabszych przychodów

Mostostal Płock, wbrew naszym oczekiwaniom, nie poprawił przychodów q/q. Przychody wyniosły 34,9 mln PLN, w porównaniu do 36,8 mln PLN w Q2 2009. Zysk brutto na sprzedaży wyniósł 5,5 mln PLN, tzn. był lepszy od naszych oczekiwań w wysokości 4,8 mln PLN (wyższa była marża: 15,6%, prognozowaliśmy: 12,8%). Koszty ogólne były zgodne z oczekiwaniami. Na wynik pozytywnie wpłynęły wyższe o 0,7 mln PLN pozostałe przychody finansowe netto i rewelacyjny wynik zrealizowany w spółce zależnej – stoczni Centromost (2,7 mln PLN powiększające wynik netto). Ostatecznie wynik netto Mostostalu Płock wyniósł 6,4 mln PLN, podczas gdy oczekiwaliśmy 3,4 mln PLN. Wyniki zrealizowane były w większości na starych kontraktach. Mamy poważne obawy, czy obecnie pozyskiwane zlecenia pozwolą na generowanie tak wysokich rentowności.

### Cele zarządu na rok 2010

Prezes Mostostalu Płock chciałby, aby Mostostal Płock miał w 2010 roku co najmniej 150 mln PLN obrotów. Portfel zleceń na rok 2010 jest zapełniony w 50%. Kolejne kontrakty mogą być podpisane jeszcze przed końcem roku. W 2009 roku należy spodziewać się niższych przychodów, ale wyższego wyniku r/r.

## Naftobudowa

### Wyniki Q3 2009

Przychody okazały się zbliżone do Q2 2009 i wyniosły 52,2 mln PLN. Rentowność bieżących kontraktów budowlanych okazała się wysoka i wyniosła 16,9% brutto na sprzedaży. Przy wyższych kosztach ogólnych q/q, wynik operacyjny wyniósł 6,3 mln PLN (marża EBIT: 12%). Pozostałe koszty finansowe okazały się jednak bardzo duże, wyniosły łącznie 8,2 mln PLN i spowodowały, że Naftobudowa poniosła kwartalną stratę netto w wysokości 1,4 mln PLN.

### Kontrakt za 11 mln EUR

Naftobudowa podpisała kontrakt z Lurgi na prefabrykację i montaż rurociągów, montaż reformera oraz aparatury instalacji wodoru w Holandii. Wartość kontraktu to 11 mln EUR (46,9 mln PLN, 22% możliwych do wygenerowania w tym roku przychodów).

## Pol-Aqua

### Komentarz do wyników Q3 2009

Pol-Aqua zaprezentowała wyniki znacznie gorsze od konsensusu prognoz. Strata na poziomie EBIT wyniosła 0,4 mln PLN, w porównaniu do oczekiwanego zysku w wysokości 18,6 mln PLN. Źródłem słabych wyników jest obniżenie rentowności na starych, kończonych w Q3 2009 kontraktach budowlanych oraz pogorszenie się sytuacji spółek produkcyjnych. W przybliżeniu 2/3 przychodów w Q3 2009 została wygenerowana ze starych kontraktów, podpisanych nawet 2 lata temu. Nowe kontrakty mają szansę w większym stopniu pojawić się w wynikach Q4 2009. Oczekujemy, że Dragados będzie konsolidował Pol-Aqua dopiero od 2010 roku, w efekcie prawdopodobnie Q4 2009 nie przyniesie poprawy, lecz pogorszenie wyników finansowych. Spodziewamy się rezerw na wszelkie możliwe ryzyka i odpisów na wątpliwe składniki aktywów. W efekcie, rok 2010 może być całkiem dobry pod względem wyników.

### Wywiad z prezesem

Prezes Pol-Aqua oczekuje, że przychody w 2009 roku wzrosną o 20% r/r. Spółka ma obecnie złożone oferty na prawie 14 mld PLN, efektywność w pozyskiwaniu kontraktów wynosi około 5%. Marże na kontraktach, ze względu na sytuację w branży, spadły. Spółka nie ma w portfelu



kontraktów, na których generowałyby ujemną marżę. Portfel zamówień spółki na koniec Q3 2009 wyniósł 2,129 mld PLN, z czego 27% przypada na rok 2009, 54% na rok 2010 i 19% na lata 2011-2012. Na koniec października portfel zamówień wyniósł 1,938 mld PLN.

#### **Umowa na 90,15 mln PLN**

Pol-Aqua podpisała z Auchan Polska kontrakt na budowę Centrum Handlowego Auchan w Łomiankach. Wartość kontraktu to 90,15 mln PLN (6,4% oczekiwanych przychodów Pol-Aqua w 2009 roku).

## **Remak**

#### **Wyniki Q3 2009**

W Q3 2009 przychody Remaku wyniosły 67,7 mln PLN, marża zysku brutto 8,3%, zysk operacyjny 3,6 mln PLN, zysk netto zaś 2,2 mln PLN. Wyniki Remaku są niższe od naszych oczekiwań. Stosunkowo niska okazała się marża zysku brutto na sprzedaży. Uważamy, że może być ona związana z niskim zaawansowaniem kontraktów w toku (wynik opóźnień w realizacji prac leżących po stronie klienta). Na wynik wpłynęły pozostałe przychody operacyjne oraz pozostałe koszty finansowe. Pomijając czynniki jednorazowe, wynik netto byłby niższy o około 0,5 mln PLN. Zwracamy uwagę, że efektywna stopa podatkowa wyniosła aż 33%. Zastosowanie stopy podatkowej = 19% powiększyłoby wynik netto o 0,5 mln PLN.

#### **Zapowiedź słabego Q4 2009**

Prezes Remaku przyznaje, że liczy się z pogorszeniem wyników finansowych w Q4 2009. Zarobek spółki w tym okresie może być nawet zbliżony do zera. Główną przyczyną wstrzymania pogorszenia wyniku są wstrzymane do połowy stycznia 2010 roku prace na kontrakcie w Hamm Uentrop (wartość: 40 mln EUR). Około 30% załogi firmy było zaangażowane na tym kontrakcie. Spółka walczy o kolejne kontrakty, w tym o możliwość montażu 5 kotłów odzyskowych. Oferta spółki nie jest najtańsza, ale zdaniem prezesa jest najlepsza pod względem jakościowym. Stawki postojowe nie pozwalają na generowanie wysokich wyników finansowych. Z podobnym zjawiskiem mieliśmy do czynienia w I połowie 2008 roku. Teraz spodziewamy się jednak, że wpływ opóźnień na pogorszenie wyników będzie mniejszy. Jednocześnie, zwracamy uwagę, że to właśnie opóźnienia powodują, że spółka dysponuje portfelem zamówień na rok 2010 w wysokości do 50% planowanych przychodów. Sądzymy, że zdobycie kolejnych zleceń jest prawdopodobne.



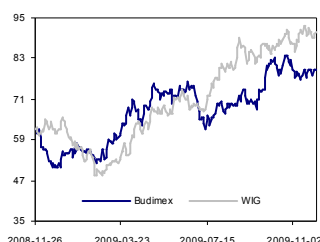
## Budimex (Trzymaj)

Cena bieżąca: 79,5 PLN      Cena docelowa: 82,5 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-10-29

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 075,9	3 350,0	8,9%	3 315,8	-1,0%	4 105,8	23,8%	Liczba akcji (mln)	25,5
EBITDA	51,7	134,2	159,8%	225,3	67,9%	262,9	16,7%	MC (cena bieżąca)	2 029,6
marża EBITDA	1,7%	4,0%		6,8%		6,4%		EV (cena bieżąca)	2 106,3
EBIT	28,0	112,2	300,1%	203,4	81,3%	240,7	18,3%	Free float	26,7%
Zysk netto	15,1	104,7	595,1%	172,1	64,3%	188,4	9,5%		
P/E	134,7	19,4		11,8		10,8		Zmiana ceny: 1m	-0,6%
P/CE	52,5	16,0		10,5		9,6		Zmiana ceny: 6m	7,7%
P/BV	3,8	3,1		3,0		2,4		Zmiana ceny: 12m	28,3%
EV/EBITDA	34,7	12,6		9,3		8,1		Max (52 tyg.)	83,8
Dywid (%)	0,0	0,0		7,3		0,0		Min (52 tyg.)	50,7



Budimex jest spółką z największą ekspozycją na segment drogownictwa z notowanych na GPW podmiotów. Przewidujemy, że do końca I połowy 2010 roku mają szansę być rozstrzygnięte przetargi drogowe o łącznej wartości 10 mld PLN. W efekcie, Budimex może być w stanie pozyskać kolejne kontrakty i przekroczyć prognozy przychodów. Na niekorzyść spółki działa naszym zdaniem polityka prowadzona przez głównego akcjonariusza. Negatywnie oceniamy transakcję zakupu udziałów w Budimex Nieruchomości za blisko 400 mln PLN. Sądzymy, że dokonana transakcja, w połączeniu z konsolidacją 100%, a nie 50% zadłużonego dewelopera, wpłynie na spadek pozycji gotówki netto w Budimexie o 560 mln PLN. Wpływ transakcji na wyniki Budimexu jest pozytywny w dwóch najbliższych latach, gdyż Budimex konsoliduje 100%, a nie 50% wyniku na oddawanych mieszkaniach. Mimo to, wpływ na możliwości rozwoju działalności jest naszym zdaniem negatywny. Niższe stany gotówkowe to m.in. mniejsza możliwość rozpoczynania nowych projektów deweloperskich oraz finansowania kontraktów budowlanych. Budimex płaci podwykonawcom z około 3 – tygodniowym opóźnieniem. Na koniec Q3 2009, około 430 mln PLN stanu gotówki netto wynikało z opóźnień w płatnościach dla podwykonawców i zaliczek od inwestorów. Sytuacja na rynku poprawia się, w szczególności w ramach budownictwa drogowego. Uważamy, że w 2010 roku spółka będzie musiała złagodzić politykę płatności dla podwykonawców, albo powinna liczyć się ze wzrostem cen ich usług. Jednym słowem – Budimex stoi przed wyborem albo niższych marż, albo wyższych stanów gotówkowych. Podtrzymujemy rekomendację neutralną.

### Wyniki Q3 2009: duże zaskoczenie

Przychody były zgodne z oczekiwaniami naszymi i oczekiwaniami rynku. Znacznie niższa od oczekiwań okazała się marża brutto na sprzedaży (3,5%, prognoza: 8,3%). Niższa rentowność na poziomie brutto ze sprzedaży wynika z utworzonych w Q3 2009 rezerw na straty na kontraktach w wysokości 146,7 mln PLN oraz rezerw na naprawy gwarancyjne na 12,2 mln PLN. Zgodnie z informacjami pozyskanymi ze spółki, rezerwy na straty na kontraktach dotyczą głównie nowych kontraktów drogowych projektuj i buduj (D&B), podpisanych w tym roku. Gdyby saldo rezerw i saldo na naprawy gwarancyjne nie wzrosło, wynik brutto na sprzedaży w Q3 2009 wyniósłby aż 20,9%. Zdarzenia jednorazowe pojawiły się również na poziomie pozostałej działalności operacyjnej. Budimex wykazał 31,0 mln PLN pozostałych przychodów operacyjnych, z czego większość to pozycje takie jak przychody z odszkodowań (12,8 mln PLN), zmniejszenie odpisu na aktualizację należności (12,8 mln PLN), zmniejszenie odpisu na kary i odszkodowania (7,8 mln PLN). Prawdopodobnie, część zmniejszonych w Q3 2009 odpisów dokonana została w Q2 2009, zmniejszenie zaś związane jest z utrzymaniem płatności lub ściąganiem zabezpieczenia należności. Podsumowując, wyniki oceniamy pozytywnie. Wynik netto wyniósł 52,5 mln PLN, gdyby nie utworzone rezerwy na kontrakty, wynik przekroczyłby nawet 150 mln PLN. Ostatecznie, wynik operacyjny był o około 10% gorszy niż konsensus prognoz, wynik netto zaś wyższy o 14,4%.

### Nabycie udziałów w Budimex Nieruchomości

Zarząd Budimexu podpisał umowę nabycia 50% udziałów w spółce Budimex Nieruchomości od firmy Grimaldi Investments. Niezależny ekspert potwierdził prawidłowość wyceny udziałów, czyli 385 mln PLN. Nabycie udziałów jest zgodne z naszymi oczekiwaniami i zostało przez nas uwzględnione w zaktualizowanym modelu wyceny. Zwracamy uwagę, że transakcja wpłynie na spółkę dwojako – po pierwsze wzrosną wyniki finansowe (konsolidacja pozostałych 50% Budimexu Nieruchomości). Po drugie, znacząco spadnie gotówka netto w spółce (385 mln PLN zostanie przez Grupę wydatkowane na transakcję, w dodatku, w pełni konsolidowany będzie deweloper o długi netto).



### **Nowy kontrakt o wartości 88,5 mln PLN**

Budimex w konsorcjum z Cadaqua podpisał z Chorzowsko – Świętochłowickim Przedsiębiorstwem Wodociągów i Kanalizacji kontrakt na modernizację oczyszczalni ścieków Klimzowiec i pozostałe prace. Wartość kontraktu to 88,5 mln PLN (2,7% prognozowanych przychodów na rok 2009). Realizacja prac zakończy się 15 listopada 2010 roku.

### **Kontrakt za 51 mln PLN**

Budimex w konsorcjum z Ferroviale podpisał kontrakt z Uniwersytetem Mikołaja Kopernika w Toruniu na rozbudowę Szpitala Uniwersyteckiego w Bydgoszczy. Wartość kontraktu to 51 mln PLN (1,5% prognozowanych na ten rok przychodów Budimexu).

### **Nowy kontrakt za 84 mln PLN**

Budimex podpisał z GDDKiA kontrakt na budowę węzła Parlówko wraz z obwodnicą miejscowości Truszyn i miejscowości Ostromice na kwotę 84 mln PLN (2,5% prognozowanych na ten rok przychodów Budimexu).

### **Wybór oferty na kwotę 153,5 mln PLN**

Port Lotniczy Gdańsk wybrał ofertę konsorcjum firm Budimex i Doraco jako najkorzystniejszą w przetargu na budowę i doprojektowanie II Terminala pasażerskiego Portu Lotniczego im Lecha Wałęsy w Gdańsku. Wartość kontraktu to 153,5 mln PLN (4,6% prognozowanych na rok 2009 przychodów Budimexu, pomijając kwestię nie opublikowanego udziału konsorcjanta w wartości inwestycji). Oferta jest o 1 mln PLN niższa niż oferta Warbudu i o 2 mln PLN niższa od oferty Hochtief Polska. Kosztorys inwestora zakładał cenę na poziomie 190 mln PLN.





## Centrum Klima (Kupuj)

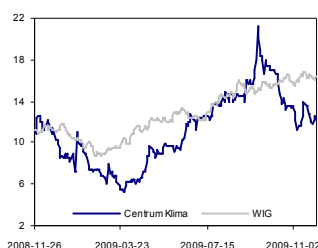
Cena bieżąca: 12,3 PLN

Cena docelowa: 15,1 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-06

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	71,8	75,9	5,7%	72,4	-4,5%	75,6	4,4%	Liczba akcji (mln)	8,5
EBITDA	10,8	11,2	3,2%	10,1	-9,1%	11,1	9,1%	MC (cena bieżąca)	104,4
marża EBITDA	15,1%	14,7%		14,0%		14,6%		EV (cena bieżąca)	78,0
EBIT	10,0	10,1	1,6%	8,6	-15,2%	9,0	4,9%	Free float	39,2%
Zysk netto	8,1	7,6	-5,9%	6,9	-9,3%	8,0	15,9%		
P/E	7,7	8,9		15,1		13,0		Zmiana ceny: 1m	-9,1%
P/CE	7,0	7,8		12,3		10,4		Zmiana ceny: 6m	30,3%
P/BV	2,2	1,6		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m	-2,2%
EV/EBITDA	6,2	6,5		7,7		8,6		Max (52 tyg.)	21,3
Dyyield (%)	4,8	4,4		1,5		1,8		Min (52 tyg.)	5,2



Centrum Klima generuje od wielu lat ponadprzeciętne wyniki finansowe. Działalność firmy charakteryzuje się wysokimi marżami oraz wysokim zwrotem na kapitale własnym. Przychody w latach 2002-2008 wzrastały średnio o ponad 30% rocznie. Spośród najważniejszych czynników, które pozwalają spółce na generowanie tak dobrych rezultatów możemy wymienić kompetencje zarządu, dobre relacje handlowe na rynkach dalekowschodnich, efekty skali, nowoczesny park maszynowy oraz ścisłe reżimy kosztowe. Nowy zakład, którego rozruchu spodziewamy się na początku 2011 roku, zapewni możliwość zwiększania generowanych przychodów nawet do poziomu 180 mln PLN. Zwracamy uwagę, że w cyklu budowlanym Centrum Klima eksponowane jest głównie na budowę stanów surowych, tzn. najgorsze spółka ma już za sobą. Popyt na ofertę spółki powinien rosnąć, wraz z uruchamianiem kolejnych budów obiektów mieszkaniowych i komercyjnych. Zalecamy kupno walorów spółki.

### Wyniki Q3 2009

Przychody były zgodne z oczekiwaniami. Niższy niż oczekiwaliśmy okazał się wynik brutto na sprzedaży. Na niższy zysk brutto ze sprzedaży (marża: 26,1%, prognoza: 27,4%) miał wpływ niższy wynik w ramach działalności produkcyjnej. W Q3 2009 rentowność brutto w segmencie wyniosła 27%, w porównaniu do rekordowych 39,2% w Q2 2009. Niższa marża wynika ze stopniowego zwiększania zatrudnienia w spółce (przyuczani pracownicy są mniej efektywni), może też mieć na nią wpływ struktura produktów. Przychody w segmencie produkcji były zgodne z oczekiwaniami. Marża na działalności dystrybucyjnej była zgodna z oczekiwaniami. Niższe niż oczekiwaliśmy okazały się koszty ogółem (2,6 mln PLN, prognozowaliśmy 2,9 mln PLN). Obniżka kosztów ogólnych może mieć trwały charakter, wynika z redukcji kosztów księgowości (o kilkanaście tys. PLN, kosztu wynajmu samochodów, organizacji transportu). Ostatecznie, EBIT był o około 1% wyższy od oczekiwań. Wpływ pozostałych zdarzeń był w zasadzie nieistotny, a wynik netto (1,8 mln PLN) ostatecznie okazał się o nieco ponad 2% wyższy od naszych prognoz.



## Elektrobudowa (Trzymaj)

Cena bieżąca: 170 PLN      Cena docelowa: 170,8 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-08-14

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	679,6	811,0	19,3%	819,9	1,1%	800,9	-2,3%	Liczba akcji (mln)	4,7
EBITDA	49,6	79,0	59,3%	71,1	-10,1%	60,4	-15,0%	MC (cena bieżąca)	807,1
marża EBITDA	7,3%	9,7%		8,7%		7,5%		EV (cena bieżąca)	737,2
EBIT	44,2	71,3	61,1%	61,6	-13,6%	50,7	-17,6%	Free float	39,1%
Zysk netto	34,7	60,3	73,7%	52,5	-12,9%	47,4	-9,7%		
P/E	20,7	13,4		15,4		17,0		Zmiana ceny: 1m	-4,0%
P/CE	17,9	11,9		13,0		14,1		Zmiana ceny: 6m	11,8%
P/BV	6,4	3,2		2,8		2,5		Zmiana ceny: 12m	3,3%
EV/EBITDA	14,5	9,1		10,4		11,7		Max (52 tyg.)	191,0
Dywidenda (%)	1,2	1,5		2,1		1,9		Min (52 tyg.)	121,0



Z uwagi na wysoką wycenę spółki (P/E 2009 = 15,4, EV/EBITDA = 10,4), trudno nam zauważyć czynniki, które mogłyby wpłynąć na podwyższenie naszej rekomendacji. Ryzyko erozji rekordowo wysokich poziomów rentowności nadal występuje i będzie obecne przez cały 2010 roku, ze względu na słabość rynku inwestycyjnego. Uważamy, że rynek inwestycji przemysłowych w 2010 roku ciągle będzie słaby, co będzie oddziaływało na Elektrobudowę (produkcja rozdzielnic). W zakresie budowy instalacji elektrycznych, rok 2010 będzie naszym zdaniem pod znakiem wstrzymanych budów kubaturowych w 2009 roku. Nie przewidujemy też znacznej poprawy w ramach usług dla energetyki (nowe inwestycje przerodzą się w kontrakty dla spółki dopiero w 2012/2013 roku). Kontrakt w ramach budowy Metra Warszawskiego byłby dla spółki interesującym zleceniem, jednak spodziewamy się, że starać się o niego będzie około 4 konsorcjów równorzędnie. Na rynku brakuje w zasadzie innych dużych specjalistycznych zleceń, które mogłyby istotnie wpłynąć na postrzeganie spółki. Stosunkowo najbardziej atrakcyjne mogą okazać się kontrakty eksportowe, ich wartość będzie jednak ograniczona. Podtrzymujemy rekomendację neutralną.

### Wyniki Q3 2009

Wyniki Q3 2009 Elektrobudowy na poziomie operacyjnym były bardzo zbliżone do naszych prognoz i istotnie gorsze od konsensusu PAP. Na poziomie zysku brutto ze sprzedaży, spółka wygenerowała wynik jedynie o 1,1% wyższy od naszych oczekiwań (marża wyniosła 11,6%, oczekiwaliśmy 10,8%). Wyższe niż prognozowaliśmy okazały się koszty ogólne (4,4 mln PLN, prognozowaliśmy 3,95 mln PLN). O 1,1 mln PLN wyższe od prognozy okazały się też pozostałe koszty operacyjne. W efekcie, pomimo niewielkiego odchylenia na wyniku brutto ze sprzedaży, odchylenie na poziomie zysku operacyjnego wyniosło -9,7%. Pozostałe koszty finansowe netto wyniosły 0,5 mln PLN, w porównaniu do oczekiwanych 0,3 mln PLN pozostałych przychodów finansowych netto. Efektywna stopa podatkowa wyniosła 16,6%, tzn. była nieznacznie niższa niż nasze oczekiwania (19%). Ostatecznie, wynik netto wyniósł 11,4 mln PLN, czyli o 13,8% mniej niż prognozowaliśmy. W wynikach nie ma czynników, które byłyby dla nas dużym zaskoczeniem, może z wyjątkiem bardzo dobrego wyniku w segmencie dystrybucji energii i ujemnego rezultatu w segmencie automatyki.

### Prezes podtrzymuje prognozy

Prezes Faltynowicz przyznaje, że Q3 2009 był słaby, Q4 2009 powinien jednak „wyrównać wyniki”. Prezes podtrzymuje dotychczasowe prognozy (806 mln PLN przychodów i 48 mln PLN zysku netto). Prezes przyznaje, że spółka ma silną pozycję i nie ma powodów do obaw, ale przyszły rok nie będzie jednak lżejszy niż obecny.

### Zlecenia w Bełchatowie za 41 mln PLN

Elektrobudowa podpisała z Emerson Process Management umowę na zaprojektowanie, dostawę, montaż i uruchomienie branży budowlanej i energetycznej w ramach modernizacji systemu sterowania i nadzoru wraz z układami elektrycznymi bloków nr. 5 i 6 w PGE Elektrowni Bełchatów. Łączna wartość umów to 41 mln PLN (5% prognozowanych na ten rok przychodów).



## Erbud (Trzymaj)

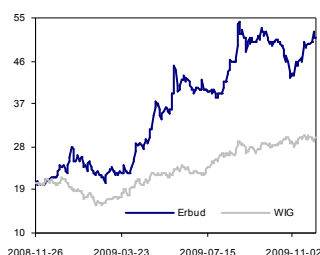
Cena bieżąca: 51 PLN

Cena docelowa: 49,3 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-02

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	663,1	1 059,0	59,7%	900,0	-15,0%	1 090,0	21,1%	Liczba akcji (mln)	12,6
EBITDA	34,6	71,3	106,0%	55,9	-21,7%	56,3	0,8%	MC (cena bieżąca)	641,1
marża EBITDA	5,2%	6,7%		6,2%		5,2%		EV (cena bieżąca)	537,8
EBIT	32,8	64,8	97,7%	49,5	-23,6%	49,9	0,8%	Free float	21,0%
Zysk netto	31,8	10,4	-67,4%	40,5	289,6%	42,6	5,2%		
P/E	20,1	61,7		15,8		15,1		Zmiana ceny: 1m	17,9%
P/CE	19,0	37,8		13,7		13,1		Zmiana ceny: 6m	24,4%
P/BV	3,3	3,2		2,7		2,3		Zmiana ceny: 12m	153,7%
EV/EBITDA	16,5	8,8		9,6		9,4		Max (52 tyg.)	54,3
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	19,9



**Podtrzymujemy opinię o wysokiej jakości portfela zleceń Erbudu. Korzystne rentowności kontraktów przewidzianych do realizacji w 2010 roku to częściowo wynik wysokiej kompetencji zarządu (kontrakty na budowę szpitali), a częściowo przypadku (przesunięcie w realizacji kontraktu na budowę centrum handlowego w Wałbrzychu z 2009 na 2010 rok). Szacujemy, że około 200 mln PLN z przychodów przewidzianych w 2010 roku w segmencie generalnego wykonawstwa (łącznie 750 mln PLN) będzie pochodzić ze starych kontraktów, o cenach ustalonych jeszcze w 2008 roku. Jednocześnie, rentowności w ramach działalności eksportowej i drogowej powinny utrzymać się na wysokim poziomie. Spółka w oparciu o wskaźniki wyceny jest droga (P/E 2009 = 15,8, EV/EBITDA = 9,6), co znajduje jednak uzasadnienie, biorąc pod uwagę znaczne stany gotówkowe „ukryte” w zapasach (projekty deweloperskie) i należnościach. Z uwagi na wzrost wyceny Erbudu, obniżamy naszą rekomendację do trzymaj.**

### Wyniki Q3 2009

Wyniki Q3 2009 Erbudu były zbliżone do naszych oczekiwań. Przychody w Q3 2009 były o 5,5% wyższe od naszych oczekiwań. Wyższy okazał się też wynik brutto na sprzedaży (o 12%). W podziale segmentowym, istotnie wyższe niż oczekiwaliśmy okazały się przychody z generalnego wykonawstwa na terenie kraju, przy czym niższa była marża (nominalnie wynik brutto o 0,6 mln PLN wyższy niż prognozowaliśmy). Niższe od oczekiwań były przychody eksportowe, przy czym marża brutto na sprzedaży była rekordowa (17,1%) i na tym poziomie nie jest powtarzalna. Prawdopodobnie tak wysoki poziom marży wynika z rozliczenia zakończonych starych kontraktów. Przychody z drogownictwa były zgodne z oczekiwaniami, przy czym wynik brutto był niższy niż zakładaliśmy. W przypadku tego segmentu oczekujemy poprawy wyników w kolejnym kwartale. Znacząco wyższe, przy wyższej rentowności, były przychody deweloperskie spółki. Pomimo wyższych marż brutto na sprzedaży, wyższe okazały się też koszty ogólne (o 2,5 mln PLN w stosunku do prognozy). Wzrost kosztów ogólnych może wynikać z przejściowego niewykorzystania mocy produkcyjnych w segmentach dotkniętych spadkiem przychodów. Pozostałe koszty operacyjne netto wyniosły 1,6 mln PLN (oczekiwaliśmy 0,5 mln PLN). Pozostałe koszty finansowe netto wyniosły 1,6 mln PLN (oczekiwaliśmy 0 PLN). Bardzo niska była efektywna stopa podatkowa (5,3%). Ostatecznie wynik Erbudu na poziomie netto jest o 5,5% niższy niż prognozowaliśmy. Na poziomie EBIT wynik jest niższy od prognozy o 3,1%. Podsumowując, wyniki oceniamy neutralnie. Odchylenia od prognoz są nieistotne.

### Wypowiedzi zarządu po wynikach Q3 2009

Zarząd Erbudu przewiduje, że w całym 2009 roku Grupa zanotuje spadek przychodów r/r, ale mniejszy niż po 3 kwartałach. Utrzymana ma być w Q4 2009 rentowność na poziomie 5% netto i 7% EBIT. Wynik poprawić ma w Q4 2009 między innymi segment deweloperski, który po 3 kwartałach zanotował jedynie 38 tys. PLN zysku netto, przy obrotach rzędu 73 mln PLN. Spadek wyniku q/q w Q3 2009 wynikał z wysokiej bazy za rok ubiegły, spowodowanej zakończeniem dużych kontraktów. Obecnie portfel zamówień Grupy wynosi 1,05 mld PLN. Na koniec roku portfel ma wynieść 1 mld PLN (na koniec 2008 roku portfel wynosił 600 mln PLN). Zarząd zakłada, że będzie w 2010 roku pracował na podobnych rentownościach jak w 3 kwartałach 2009 roku. Zarząd nie zmienia założeń i skupia się na realizacji kontraktów, które gwarantują odpowiednie zyski.

### W przyszłym roku Erbud może przejąć firmę o 50-100 mln PLN obrotów

Zarząd Erbudu poinformował, że w ramach rozwoju w segmencie budownictwa energetycznego, planuje w przyszłym roku przejęcie firmy o obrotach rzędu 50-100 mln PLN. Sądzimy, że spółka będzie w stanie sfinansować transakcję ze środków własnych.

### **Kontrakt spółki zależnej**

Spółka zależna Erbudu, GWi GmbH, podpisała 2 kontrakty budowlane na budowę domów spokojnej starości w Niemczech. Łączna wartość kontraktów to 7,9 mln EUR (około 3% prognozowanych na rok 2010 przychodów Erbudu). Prace zakończą się w 2010 roku.

### **Wzrost wartości umowy o 14,7 mln PLN**

Erbud podpisał aneks do kontraktu budowlanego (CH Victoria w Wałbrzychu). Aneksem zwiększono zakres prac i wartość ryczałtową umowy o 14,7 mln PLN (1,3% przychodów Erbudu prognozowanych na rok 2010).

### **Dom Development przedłużył wstrzymanie inwestycji Oaza**

Dom Development przedłużył wstrzymanie inwestycji osiedle Oaza we Wrocławiu na okres kolejnych 3 miesięcy. Nie zakładamy, że inwestycja ta ruszy w 2010 roku.



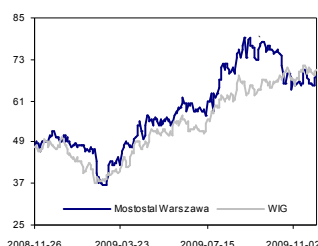
## Mostostal Warszawa (Kupuj)

Cena bieżąca: 68 PLN      Cena docelowa: 79,6 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-02

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 928,4	2 154,2	11,7%	2 668,1	23,9%	2 788,8	4,5%	Liczba akcji (mln)	20,0
EBITDA	78,5	136,3	73,7%	199,1	46,0%	162,0	-18,6%	MC (cena bieżąca)	1 360,0
marża EBITDA	4,1%	6,3%		7,5%		5,8%		EV (cena bieżąca)	1 206,9
EBIT	58,9	113,4	92,6%	175,3	54,6%	137,9	-21,3%	Free float	18,7%
Zysk netto	52,9	72,6	37,2%	102,0	40,5%	103,0	0,9%		
P/E	25,7	18,7		13,3		13,2		Zmiana ceny: 1m	2,3%
P/CE	18,8	14,2		10,8		10,7		Zmiana ceny: 6m	15,3%
P/BV	4,8	4,1		3,3		2,9		Zmiana ceny: 12m	40,2%
EV/EBITDA	15,0	8,9		6,1		7,3		Max (52 tyg.)	79,0
Dywid (%)	0,1	0,0		2,7		3,8		Min (52 tyg.)	36,3



Mostostal Warszawa jest najtańszą dużą spółką budowlaną z grupy firm przez nas analizowanych. Słabe zachowanie kursu tłumaczymy brakiem pozytywnych zaskoczeń w postaci zdobycia dużych kontraktów budowlanych. Mimo to, firma pozyskała mniejsze kontrakty o łącznej wartości 823 mln PLN w ciągu Q3 2009. Uważamy, że prognozowane rozstrzygnięcia przetargów drogowych o wartości 5 mld PLN w ciągu pół roku dadzą firmie kolejną szansę na znaczne zapełnienie portfela zleceń dużymi kontraktami. Jednostkowy portfel zleceń Mostostalu Warszawa na 2010 rok szacujemy na 1,65 mld PLN, zaś portfel zleceń pozostałych firm z Grupy na 0,7 mld PLN (łącznie prawie 2,4 mld PLN). Uważamy, że ze względu na małą liczbę pozyskanych dużych zleceń w połowie 2009 roku, ryzyko związane z wzrostem kosztów na kontraktach długoterminowych jest ograniczone. Dużą zaletą spółki są wysokie stany gotówkowe (dane nie skorygowane: 19,9 PLN na akcję, dane skorygowane: 13,3 PLN/akcję). Gotówka może pozwolić spółce na pozyskanie wysoko-marżowych, specjalistycznych kontraktów wymagających finansowania własnego. Są to m.in. zlecenia energetyczne, czy w zakresie budowy i operatorstwa spalarni odpadów. Z uwagi na spadek ceny akcji Mostostalu, ponownie podnosimy zalecenie inwestycyjne do kupuj.

### Wyniki Q3 2009

Wyniki Q3 2009 są gorsze od naszych oczekiwań i od konsensusu prognoz, przy czym różnica ta wynika w znacznej części ze zdarzeń jednorazowych. W Q3 2009 Mostostal Warszawa utworzył rezerwy na kontrakty w toku na 23 mln PLN. Uważamy, że rezerwy te mogą być w przyszłości przynajmniej częściowo odwracalne. Rezerwy te są głównym źródłem odchylenia na poziomie wyniku brutto na sprzedaży (marża: 5,9%, prognoza: 11,5%). W podziale na segmenty działalności, jednostkowe wyniki Mostostalu Warszawa są lepsze od oczekiwań na poziomie przychodów, gorsze zaś na poziomie rentowności. Zysk brutto na sprzedaży wyniósłby 42,7 mln PLN, gdyby nie rezerwy na kontrakty budowlane, co dawałoby marżę na poziomie 9,6% (czyli niżej niż prognoza, która zakładała 11%). Łączne wyniki Mostostalu Płock i Remaku są lepsze od naszych oczekiwań, pomimo niższych niż oczekiwane przychodów Mostostalu Płock. Pozostałe konsolidowane spółki zależne, mimo niższych niż oczekiwane przychodów, również wypracowały bardzo wysoką rentowność, na poziomie naszym zdaniem nie powtarzalnym w najbliższych kwartałach. Niższe niż oczekiwaliśmy były koszty ogólne (21,7 mln PLN, prognoza: 23,4 mln PLN). Na wyniki wpłynęły też pozytywne zdarzenia jednorazowe (pozostałe przychody operacyjne netto w wysokości 10,8 mln PLN). Ostatecznie, EBIT w Grupie Mostostal Warszawa wyniósł 33 mln PLN (oczekiwaliśmy 48 mln PLN). Kolejne 10 mln PLN to kwota odpisu wartości udziałów w spółce zależnej Terramost oraz kwoty udzielonej jej pożyczki. Ten odpis również może być częściowo odwracalny w 2010 roku. Ostatecznie, wynik netto wyniósł 15,3 mln PLN, podczas gdy oczekiwaliśmy 35,4 mln PLN. Po oczyszczeniu wyniku o zdarzenia jednorazowe, jest on nadal gorszy niż prognoza, ale nieznacznie (3 mln PLN na poziomie netto).

### Jest szansa na dywidendę i nowe kontrakty

Prezes Mostostalu Warszawa uważa, że jest szansa na rozstrzygnięcie na korzyść spółki paru zleceń. Spółka walczy m.in. o przygraniczne odcinki autostrady A4. Portfel Grupy będzie systematycznie rósł, ale wypełnianie go dużymi zleceniami jest niebezpieczne, bo w okresie ich realizacji może dojść do wzrostu kosztów w budownictwie. Dlatego spółka skupia się na małych i średnich kontraktach. Prezes przyznał też, że obecnie są warunki, by dywidendę wypłacić w przyszłym roku. Zdecyduje WZA.

### Wywiad z prezesem Popiołkiem

Prezes Mostostalu Warszawa podtrzymał nieoficjalne szacunki wzrostu przychodów o co najmniej 15% w 2009 roku i co najmniej proporcjonalnego zwiększenia zysku netto r/r. Prezes



przyznaje, że w ostatnich dwóch kwartałach nasiliła się konkurencja między firmami budowlanymi i Mostostal opóźnił niektóre działania, gdyż rynek nie pozwalał na pozyskiwanie tak dobrych dużych kontraktów, jak to miało miejsce wcześniej. Prezes uspokaja, że nie ma to większego wpływu na stan spółki. Mostostal obecny jest nie tylko w dużych przetargach infrastrukturalnych, ale także na rynkach lokalnych. Szef spółki liczy, że w kolejnych miesiącach walka konkurencyjna nie będzie już tak duża. Przyznaje też, że spółka jest coraz lepiej przygotowana do realizacji inwestycji w energetyce, problemem są jednak opóźniające się procedury przetargowe.



## PBG (Trzymaj)

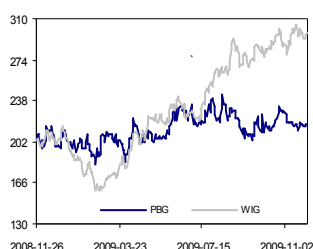
Cena bieżąca: 218 PLN

Cena docelowa: 212 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-12

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 376,8	2 089,3	51,8%	2 803,1	34,2%	3 527,3	25,8%	Liczba akcji (mln)	13,4
EBITDA	138,2	270,6	95,8%	351,8	30,0%	359,9	2,3%	MC (cena bieżąca)	2 927,7
marża EBITDA	10,0%	12,9%		12,6%		10,2%		EV (cena bieżąca)	3 899,4
EBIT	109,4	223,4	104,3%	306,8	37,3%	314,6	2,6%	Free float	53,0%
Zysk netto	102,1	158,0	54,9%	190,6	20,6%	213,7	12,1%		
P/E	28,7	18,5		15,4		13,7		Zmiana ceny: 1m	-4,0%
P/CE	22,4	14,3		12,4		11,3		Zmiana ceny: 6m	-5,6%
P/BV	3,9	1,0		0,8		0,9		Zmiana ceny: 12m	9,3%
EV/EBITDA	23,7	14,0		11,1		9,4		Max (52 tyg.)	242,9
Dywid (%)	0,1	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	182,0



Uważamy, że dużym czynnikiem ryzyka w przypadku PBG jest zależność od wyników w segmencie ropy naftowej i gazu ziemnego. Obecnie brak jest przekonujących dowodów na to, że w przyszłości rentowność w pozostałych segmentach działalności będzie znacznie wyższa niż pozostałych firm budowlanych. Przyszłe prognozy w segmencie ropy naftowej i gazu ziemnego w bardzo dużym stopniu oparte są na dwóch dużych kontraktach z PGNiG. Kontrakty te w 2010 roku wygenerują wraz z innymi zleceniami z segmentu 28,4% przychodów spółki, ale jednocześnie 46,9% rentowności brutto na sprzedaży. Od pewnego czasu obserwujemy zjawisko, że wzrost konkurencji następuje szybciej, niż wzrost specjalizacji PBG. Portfel zamówień na rok 2011 to około 1 mld PLN. Znacząco to, że na rok 2011 spółka będzie musiała na warunkach rynkowych pozyskać kontrakty (tzn. rywalizując ze spółkami takimi jak Polimex Mostostal, Budimex, czy Mostostal Warszawa). Podtrzymujemy opinię, że czynnikiem, jaki może zaskoczyć w PBG pozytywnie, są nowe kontrakty, z drugiej jednak strony, potrzeba ich będzie sporo, aby wypełnić prognozę wyniku na rok 2011. Podtrzymujemy neutralną rekomendację.

### Wyniki Grupy PBG w Q3 2009

Przychody Grupy PBG były niższe niż oczekiwaliśmy, co spółka tłumaczy wyłączeniami konsolidacyjnymi. Wynik brutto na sprzedaży okazał się zgodny z oczekiwaniami (nieznaczna różnica, -1,3%). Pomimo wyniku zgodnego z oczekiwaniami – nie podoba nam się jego struktura. Bardzo dobry wynik Grupa wygenerowała w segmencie budownictwa i drogownictwa. W segmentach tych trudno oczekiwać powtarzalności tak wysokich rezultatów. Słabe okazały się wyniki w segmencie ekologii, paliw oraz ropy naftowej i gazu, gdzie naszym zdaniem stare kontrakty miały szansę zapewnić dobre rezultaty. Są to jednocześnie kluczowe segmenty PBG, gdzie Grupa dysponuje największymi przewagami konkurencyjnymi. Wynik operacyjny był lepszy od naszych oczekiwań i wyniósł 66,1 mln PLN (oczekiwaliśmy 63,7 mln PLN). Źródłem tego jest niższy poziom kosztów ogólnych (23 mln PLN, prognozowaliśmy 27 mln PLN, pozostałe koszty operacyjne były o 1,5 mln PLN wyższe od naszych oczekiwań). Saldo pozostałych kosztów finansowych netto wyniosło 13,2 mln PLN i było wyższe od naszych oczekiwań (5,1 mln PLN). Główną przyczyną tych rozbieżności dopatrujemy się w zaksięgowanych w Q3 2009 ujemnych różnicach kursowych (11,5 mln PLN). Poziom zaksięgowanego podatku i zysku akcjonariuszy mniejszościowych był zbliżony do oczekiwań. W efekcie, zysk netto okazał się niższy niż nasze szacunki, główną przyczyną tego są wyższe niż oczekiwane pozostałe koszty finansowe netto.

### Wyniki Hydrobudowy Polska Q3 2009

Wyniki Hydrobudowy Polska w Q3 2009 były bardzo zbliżone do naszych oczekiwań na poziomie operacyjnym, nieznacznie lepsze na poziomie kosztów finansowych, w efekcie, wynik netto okazał się o 4,4% wyższy od naszych oczekiwań. EBIT w Q3 2009 wyniósł 30,1 mln PLN, zysk netto zaś 16,6 mln PLN. Jednocześnie wynik był gorszy od konsensusu prognoz. Pomimo braku zaskoczeń w rachunku zysków i strat, zwracamy uwagę na pozytywny cash flow operacyjny (+60 mln PLN w Q3 2009) i strukturę marż w segmentach. Pozytywny cash flow to efekt wstrzymania rozwoju w zakresie kontraktów ekologicznych i wejścia w życie miesięcznego fakturowania na kontraktach stadionowych. W strukturze bilansu dodatni cash flow operacyjny znajduje odzwierciedlenie we wzroście poziomu zobowiązań handlowych. Struktura marż w segmentach jest inna, niż oczekiwaliśmy. Stosunkowo słaby wynik został wypracowany w ramach segmentu „wody”, bardzo dobry zaś w ramach budownictwa mieszkaniowego i przemysłowego. Z punktu widzenia dodatniego przepływu operacyjnego, wyniki Q3 2009 oceniamy pozytywnie.

### 10-20% wzrostu zysku i przychodów w 2010 roku

Prezes PBG podtrzymał szacunki wzrostu zysku netto i przychodów o 10-20% w 2010 roku.



Tegoroczny wynik może być wyższy od prognoz, jednak raczej nie o więcej niż 10% (co by pociągnęło za sobą konieczność rewizji prognoz). 200 mln PLN zysku netto za cały rok zdaniem prezesa nie jest zagrożone.

#### **Nabycie gruntów w Poznaniu**

Spółka PBG Dom nabyła spółkę Villa Poznań za kwotę 2,3 mln PLN. Villa Poznań jest spółką celową, wolną od jakichkolwiek zobowiązań, posiadającą nieruchomość o powierzchni 11 103 m<sup>2</sup> na terenie Poznania. Grunt zostanie przeznaczony pod inwestycję deweloperską.

#### **PBG bliskie wejścia w projekt deweloperski o wartości 600 mln PLN**

Zgodnie ze słowami prezesa, PBG jest bliskie wejścia w projekt deweloperski o wartości 600 mln PLN, w którym objęłoby 70% udziałów, pozostałe 30% zaś objąłby znany gracz z rynku deweloperskiego. Jest to projekt, którego realizacja załamała się ze względu na kryzys finansowy. Z kolei w innym projekcie proporcje są odwrotne – PBG chce mieć 30% udziałów, partner zaś 70%.





## Polimex Mostostal (Kupuj)

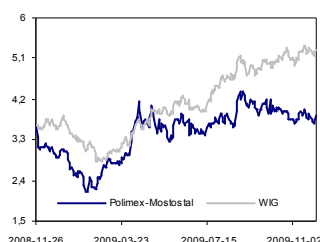
Cena bieżąca: 3,9 PLN

Cena docelowa: 4,5 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-27

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 720,5	4 301,7	15,6%	4 691,7	9,1%	4 764,9	1,6%	Liczba akcji (mln)	463,6
EBITDA	205,4	298,5	45,3%	348,4	16,7%	314,9	-9,6%	MC (cena bieżąca)	1 784,8
marża EBITDA	5,5%	6,9%		7,4%		6,6%		EV (cena bieżąca)	2 436,8
EBIT	160,4	228,1	42,2%	267,2	17,1%	213,6	-20,1%	Free float	58,8%
Zysk netto	100,1	120,1	20,0%	150,3	25,1%	145,1	-3,5%		
P/E	17,8	14,9		11,9		12,3		Zmiana ceny: 1m	2,4%
P/CE	12,3	9,4		7,7		7,2		Zmiana ceny: 6m	1,6%
P/BV	1,8	1,7		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m	24,6%
EV/EBITDA	11,1	7,9		7,0		7,3		Max (52 tyg.)	4,4
Dywid (%)	0,5	0,3		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,0



Nie przewidujemy w najbliższych kwartałach wyników istotnie lepszych od naszych prognoz, sądzymy jednak, że możliwe są pozytywne zaskoczenia po stronie pozyskania nowych kontraktów. Dużych rozstrzygnięć spodziewamy się w segmencie energetycznym (przetargi za co najmniej 6 mld PLN w I połowie 2010 roku, ponad 10 mld PLN w II połowie 2010 roku) oraz drogowym (rozstrzygnięcia za około 10 mld PLN do końca I połowy 2010 roku, 6 mld PLN w II połowie 2010 roku). Zaproponowany parytet połączeniowy oceniamy neutralnie. W listopadzie rozpoczęła się produkcja w nowych zakładach wyrobów stalowych. Uważamy, że Polimex nie będzie miał problemu ze sprzedażą produktów nowego zakładu, w tym konstrukcji stalowych. Znaczne problemy mają obecnie małe wytwórnie, produkujące konstrukcje pracochłonne, w krótkich seriach, na zamówienia krajowe. Polimex prowadzi produkcję masową, asortymentu wielko gabarytowego, głównie za eksport, dużym udziałem w strukturze klientów cieszy się też branża energetyczna. Biorąc pod uwagę rozstrzygnięcia przetargów energetycznych i drogowych oraz stabilną sytuację w pozostałych segmentach, wycena Polimexu jest atrakcyjna. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

### Wyniki Q3 2009

Wyniki Q3 2009 Polimexu nie stanowią dużego zaskoczenia. Przychody okazały się wyższe od naszych oczekiwań i od konsensusu prognoz. Niższy od naszych oczekiwań był wynik brutto na sprzedaży (marża: 9,9%, oczekiwaliśmy: 11,2%), jednocześnie niższe niż w prognozie okazały się koszty ogólne (57,7 mln PLN, oczekiwaliśmy: 65,0 mln PLN). W efekcie, wynik operacyjny bez uwzględnienia pozostałych kosztów i przychodów operacyjnych wyniósł w Q3 2009 66,2 mln PLN, czyli o 3,2 mln PLN mniej niż oczekiwaliśmy (-4,5%).

Pozostałe przychody operacyjne netto wyniosły jedynie 1,2 mln PLN, podczas gdy oczekiwaliśmy 10,5 mln PLN. W wyniku Polimexu nie pojawiło się zdarzenie jednorazowe, które wystąpiło w Energomontażu Północ, a mianowicie umorzenie zobowiązań układowych na kwotę 11,5 mln PLN. Po pominięciu zdarzenia jednorazowego, wynik na poziomie operacyjnym jest tylko nieznacznie (o 1,4%) niższy od naszych oczekiwań. Saldo pozostałych kosztów finansowych i wyniku jednostek stowarzyszonych wyniosło 15,9 mln PLN (oczekiwaliśmy: 12,0 mln PLN). Znacznie wyższa niż oczekiwaliśmy okazała się efektywna stopa podatkowa (wyniosła 28%, oczekiwaliśmy 15%), niższy natomiast okazał się wynik akcjonariuszy mniejszościowych (3,5 mln PLN, oczekiwaliśmy 10,4 mln PLN, 6,4 mln PLN bez zdarzenia jednorazowego w Energomontażu Północ). Ostatecznie, wynik netto w wysokości 33,8 mln PLN jest niższy od naszych oczekiwań (41,7 mln PLN) włączając zdarzenie jednorazowe w Energomontażu i jedynie o 1% niższy niż nasze oczekiwania z wyłączeniem zdarzenia jednorazowego (34,2 mln PLN). Wyniki oceniamy neutralnie. Są one zgodne z oczekiwaniami. Zwracamy uwagę, że odchylenia w stosunku do konsensusu prognoz spowodowane są tym, że część analityków uwzględniła w prognozach umorzenie zobowiązań układowych w Energomontażu, część zaś nie.

### Portfel zamówień Polimexu na rok 2010

Prezes Polimexu, po podpisaniu kontraktu na budowę stadionu w Siedlcach (28,6 mln PLN, z czego 75% należeć się będzie Polimexowi), poinformował, że portfel zamówień spółki sięga 7 mld PLN, z czego 3,5 mld PLN przypada na rok 2010. Portfel zamówień Polimexu do końca 2009 roku może wzrosnąć do 8 mld PLN. Spowodowane byłoby to podpisaniem kilku nowych kontraktów, w tym na budowę odcinka A4 Szarów – Brzesko za 770 mln PLN (400 mln PLN to udział Polimexu), kontraktu na przebudowę ulic w Krakowie (100 mln PLN), kontraktu w Bogdanie za 110 mln PLN i kontraktu za ponad 500 mln PLN na budowę bloku energetycznego w Bielsku-Białej.

### **Wybór oferty na budowę odcinka autostrady A4**

Oferta konsorcjum Polimexu, Doprastav i Metrostav została wybrana jako najkorzystniejsza w przetargu na budowę odcinka autostrady A4. Wartość oferty to 638,4 mln PLN, z czego 51% przypadnie na Polimex Mostostal (325,6 mln PLN). Wartość oferty to 6,6% prognozowanych na ten rok przychodów Polimexu.

### **Podpisanie kontraktu z LW Bogdanka**

Polimex Mostostal podpisał kontrakt z LW Bogdanka na budowę odstawy urobku z szybu nr. 2.1 w Polu Stefanów do Zakładu Przeróbki Mechanicznej Węgla w Polu Bogdanka na kwotę 99,5 mln PLN (2,1% prognozowanych na rok 2009 przychodów Polimexu).

### **Uruchomienie nowego zakładu konstrukcji stalowych**

Polimex Mostostal uruchomił nowy zakład produkcji wyrobów stalowych i malarnię w Siedlcach. Przy pełnym obciążeniu mocy produkcyjnych, nowy zakład ma pozwolić na osiągnięcie przez segment produkcyjny udziału w wysokości 25-28% w przychodach Polimexu. Wciąż trwają prace budowlane w ocynkowni, która ma zostać otwarta w lutym przyszłego roku. Inwestycja w budowę nowego zakładu miała miejsce w Tarnobrzskiej SSE, dzięki czemu spółka uzyska ulgi podatkowe do 40% wartości inwestycji. W efekcie, inwestycja powinna zwrócić się już po 4 latach. Polimex nie spodziewa się większych problemów z zagospodarowaniem nowych mocy produkcyjnych zakładu, nawet pomimo słabej sytuacji na rynku. Nabywców szuka na Bliskim Wschodzie i Środkowym Wschodzie.

### **Inkorporacja spółek: ogłoszenie parytetu połączeniowego**

Polimex Mostostal ogłosił propozycję parytetu połączeniowego. Za kwotę 112,6 mln PLN ma zostać objęte 34,5% akcji Energomontażu Północ. 67,6 mln PLN ma kosztować objęcie pakietu 50% akcji Naftobudowy. Za pakiet 33% walorów Naftoremontu przyjdzie Polimexowi zapłacić akcjami nowej emisji 35,8 mln PLN. 1,8% akcji ZRE Kraków będzie kosztowało 0,2 mln PLN, 4,6% akcji ZRE Lublin zaś 1,4 mln PLN. Pozostałe spółki będące przedmiotem inkorporacji są już w 100% w posiadaniu Polimexu (EPE-Rybnik, Eceremont). Naszym zdaniem parytet jest neutralną wiadomością zaś dla akcjonariuszy Polimexu. Po inkorporacji spółek zależnych, wzrosną nieznacznie wskaźniki P/E i EV/EBITDA na rok 2010, poprawi się jednocześnie funkcjonowanie operacyjne Grupy.

### **Oferta nabycia majątku stoczni za 33,2 mln PLN**

Energomontaż Północ złożył najkorzystniejszą ofertę nabycia części stoczni w Gdyni, obejmującą m.in. suchy dok, dostęp do nabrzeża, suwnicę i dźwigi. Wartość złożonej oferty to 33,2 mln PLN. Zakupiony majątek ma być wykorzystywany przez spółkę zależną Energomontaż Północ Gdynia, zajmującą się m.in. produkcją elementów platform wiertniczych. Z nabrzeża będą też korzystały inne spółki z Grupy Polimex. Zarząd Energomontażu liczy na podwojenie przychodów Energomontażu Północ Gdynia w ciągu najbliższych lat (w 3 kwartałach 2009 roku przychody spółki wyniosły 52,2 mln PLN). Na przejętym terenie Energomontaż chce również zainwestować kilkanaście mln PLN.



## Rafako (Kupuj)

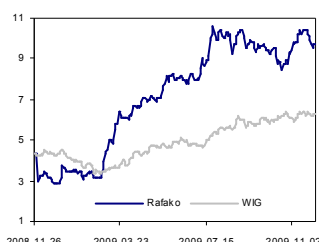
Cena bieżąca: 9,7 PLN

Cena docelowa: 11,6 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-25

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 137,5	1 125,6	-1,1%	1 049,5	-6,8%	1 310,2	24,8%	Liczba akcji (mln)	69,6
EBITDA	35,1	76,1	116,8%	70,1	-7,9%	84,4	20,4%	MC (cena bieżąca)	677,9
marża EBITDA	3,1%	6,8%		6,7%		6,4%		EV (cena bieżąca)	469,3
EBIT	22,1	60,8	175,6%	54,3	-10,6%	68,2	25,4%	Free float	19,5%
Zysk netto	12,2	-11,6		34,2		55,8	63,2%		
P/E	55,6			19,8		12,1		Zmiana ceny: 1m	3,6%
P/CE	26,8	180,8		13,6		9,4		Zmiana ceny: 6m	21,0%
P/BV	2,0	2,0		1,8		1,6		Zmiana ceny: 12m	233,6%
EV/EBITDA	12,8	5,7		6,7		5,0		Max (52 tyg.)	10,7
Dyyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,8



Obecny rok nie przynosi rozstrzygnięcia – tak po stronie wyników finansowych, jak i zdobycia nowych kontraktów. Uważamy, że kolejny rok będzie w nie obfitował. Zakładamy, że w 2010 roku spółka utrzyma poziom marż z 2009 roku, co przy wyższych przychodach pozwoli na wygenerowanie lepszego wyniku finansowego. Zwracamy uwagę, że pomimo niższych EUR/PLN oczekiwanych w 2010 roku, 600 mln PLN z około 1,3 mld PLN przychodów prognozowanych w 2010 roku będzie pochodził z finalizowanych kontraktów. Spodziewamy się, że Rafako, zgodnie z konserwatywną polityką księgową spółki, rozpozna poprawę wyników przy zakończeniu kontraktów. Oczekujemy też rozstrzygnięć dużych przetargów energetycznych, w tym na budowę bloku energetycznego w Siekierkach (3 mld PLN, Q1/Q2 2010) oraz wielu mniejszych przetargów na modernizację bloków 7-12 w Bełchatowie (ponad 3 mld PLN, Q1/Q2 2010). Pod koniec 2010 roku mają szansę być rozstrzygnięte przetargi na budowę bloków w Opolu (10-11 mld PLN) i w Kozienicach (6 mld PLN). Ostrzegamy także możliwość zdobycia mniejszych kontraktów, w tym zagranicznych oraz zleceń na budowę instalacji odzietowania spalin. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

### Wyniki Q3 2009

Tendencje przedstawione w prognozie wyników kwartalnych zmaterializowały się (wysoka marża brutto na sprzedaży, wysokie pozostałe koszty operacyjne). Mimo to, odchylenia wyniku od prognoz są zauważalne. Największym zaskoczeniem dla nas jest poziom przychodów, który był o 26% niższy od naszych oczekiwań. Sądymy, że tak duży spadek przychodów r/r jest przejściowy i nie będzie powtarzał się w kolejnych kwartałach. Marża zysku brutto ze sprzedaży okazała się bardzo wysoka i wyniosła aż 18,1%. Duży wpływ na wysokość marży miały rozwiązania rezerwy, m.in. na wycenę kontraktów długoterminowych (łącznie, netto, rozwiązano rezerwy na kwotę 19,7 mln PLN). Spółka wraz z postępowaniem prac i negacją przewidzianych ryzyk rozwiązuje stopniowo zawiązywane uprzednio rezerwy na kontrakty (podobna sytuacja jak na przykład w Budimexie). Bez uwzględnienia rezerw, zysk brutto ze sprzedaży w Q3 2009 wyniósłby 19,7 mln PLN (marża brutto ze sprzedaży: 9%). Koszty ogólne okazały się nieznacznie wyższe od oczekiwań (14,6 mln PLN, oczekiwaliśmy: 13,9 mln PLN). Pozostałe koszty operacyjne netto wyniosły 14,9 mln PLN (oczekiwane: 6 mln PLN), z czego największe pozycje to rezerwy na kary umowne (-12,1 mln PLN), koszty napraw gwarancyjnych (-2 mln PLN), ujemny wynik z aktualizacji należności (-1,1 mln PLN), dodatnia zmiana stanu rezerw na niewykorzystane urlopy (+1,3 mln PLN). Zysk operacyjny wyniósł około 10 mln PLN (marża: 4,6%). Saldo pozostałych kosztów finansowych okazało się dodatnie (+2,4 mln PLN, oczekiwaliśmy neutralnego salda). Jedną z przyczyn różnic w prognozach i wyniku był wyższy wynik na wycenie instrumentów pochodnych (10,5 mln PLN) niż ujemne saldo różnic kursowych (6,9 mln PLN). Stopa podatkowa była wysoka, gdyż wyniosła 29,9%. Ostatecznie wynik netto wyniósł 8,4 mln PLN, czyli był niższy od naszych oczekiwań. Jednocześnie, wynik jest zbliżony do konsensusu prognoz. Podsumowując, biorąc pod uwagę liczne kształtujące go zdarzenia jednorazowe, nasza interpretacja wyniku jest neutralna.

### Czynniki wpływające na wyniki Q4 2009

W załączniku do sprawozdania, zarząd przedstawił czynniki, które mogą wpływać na wyniki Q4 2009. Jest nim między innymi uzgodnienie podmiotu roszczeń oraz ich wartości w zakresie reklamacji gwarancyjnej na jednym z zakończonych kontraktów (na przewidywaną wartość kosztów reklamacji utworzono rezerwę). Na wynik wpłynąć może też decyzja jednego z klientów o naliczeniu kary za opóźnienia (w Q3 utworzono rezerwę na maksymalną wielkość kary). W przypadku różnic w naliczeniu i rezerwie, część rezerwy może być rozwiązana. Rafako prowadzi także negocjacje w polskim klientem w sprawie wzrostu ceny kontraktowej, zwiększenia zakresu realizowanego kontraktu i wydłużenia terminów kontraktowych. Ewentualne skutki renegocjacji mogą zostać ujęte w wynikach Q4 2009. Wpływ mogą również mieć skutki negocjacji z partnerem konsorcjalnym w zakresie wzajemnych roszczeń



dotyczących kosztów wykonania kontraktów na polskiego klienta. Pomyślne zakończenie negocjacji pozwoli na rozwiązanie części lub całości rezerw utworzonych na koszty kontraktów. W wynikach Q4 2009 może także pojawić się rozstrzygnięcie sporu sądowego na Ukrainie oraz ewentualne rozstrzygnięcia sporu z ING Bank Śląski z tytułu gwarancji solidarnej odpowiedzialności wraz ze spółką Elwo (utworzono rezerwę na całość kwoty, możliwe częściowe lub całkowite rozwiązanie).

#### **Komentarz prezesa po wynikach Q3 2009**

Prezes Różacki przyznaje, że występuje efekt zmniejszonej sprzedaży, ale to nie wiąże się z żadnymi zagrożeniami, jest to efekt spowolnienia tempa realizacji projektów inwestycyjnych z winy klienta. Zdaniem prezesa, poprawa wyników to z jednej strony efekt restrukturyzacji, z drugiej zmian w portfelu zleceń. Właściwie nie ma już w nim zawartych dawno temu mniej rentownych kontraktów. Przedstawiciele spółki deklarują, że pozytywny trend w wynikach finansowych powinien być w przyszłości kontynuowany.

#### **Umowa na 79 mln PLN**

Rafako podpisało z Elektrownią Bełchatów kontrakt na modernizację elektrofiltrów nr 5 i 6. Wartość tych zleceń to 79 mln PLN (7,6% prognozowanych na ten rok przychodów).

#### **Zakup licencji na projektowanie i budowę instalacji odazotowania**

Rafako podpisało umowę z Termokimik Corporation Impianti e Procedimenti Industriali dotyczącą systemów katalitycznego odazotowania spalin. Podpisana umowa umożliwi Rafako samodzielne projektowanie, produkcję, uruchomienie i sprzedaż systemów redukcji tlenków azotu na rynku krajowym i zagranicznym. Licencja pozwoli na wykonanie instalacji niezależnie od wielkości kotła i rodzaju paliwa. Umowa obejmuje przekazanie wiedzy projektowej w postaci programów obliczeniowych, prowadzenia szkoleń i pozwala na korzystanie z rozwiązań technicznych, patentów i referencji spółki. Wg. zarządu umowa może przyczynić się do zwiększenia przychodów Rafako w najbliższych latach. Koszt licencji będzie rozliczany w momencie jej wykorzystywania (tzn. budowy instalacji odazotowania).

#### **Kontrakt na budowę instalacji odsiarczania na 323 mln PLN**

Rafako podpisało z PGE Elektrownią Bełchatów kontrakt na budowę Instalacji Odsiarczania na kwotę 323 mln PLN (30,8% prognozowanych na rok 2009 przychodów).



## Trakcja Polska (Akumuluj)

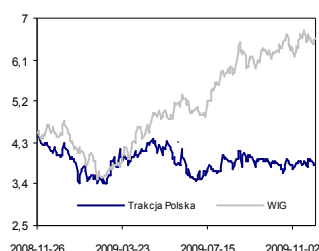
Cena bieżąca: 3,8 PLN

Cena docelowa: 4,2 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-18

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	646,8	794,6	22,9%	733,1	-7,7%	753,0	2,7%	Liczba akcji (mln)	160,1
EBITDA	35,6	60,9	71,0%	85,3	40,0%	51,2	-39,9%	MC (cena bieżąca)	611,6
marża EBITDA	5,5%	7,7%		11,6%		6,8%		EV (cena bieżąca)	438,4
EBIT	29,6	53,0	79,3%	75,3	42,0%	40,7	-45,9%	Free float	38,8%
Zysk netto	28,7	54,7	90,7%	67,3	23,1%	40,0	-40,6%		
P/E	17,3	11,2		9,1		15,3		Zmiana ceny: 1m	0,5%
P/CE	14,3	9,8		7,9		12,1		Zmiana ceny: 6m	0,5%
P/BV	3,4	2,0		1,6		1,5		Zmiana ceny: 12m	-11,4%
EV/EBITDA	12,1	4,8		5,1		7,9		Max (52 tyg.)	4,4
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,4



Zauważamy pozytywne sygnały, świadczące o odblokowaniu się polityki inwestycyjnej w PKP PLK. Prezes PKP PLK deklaruje w mediach, że ma już zapewnione finansowanie na 3,7 mld PLN wydatków inwestycyjnych w 2010 roku, do tego 0,5 mld PLN pragnie pozyskać ze środków UE. Zauważalny jest też wzrost zainteresowania strony rządowej opóźniającymi się procedurami inwestycyjnymi na kolei. Pomimo zauważalnej poprawy w PKP PLK, długość opóźnień w rozstrzygnięciu przetargów przez PKP PLK może wpłynąć negatywnie na wyniki Trakcji Polskiej w 2010 roku (ryzyko spadku przychodów r/r, ryzyko nisko marżowej kontraktacji). Na 4 grudnia przesunięto datę złożenia ofert na modernizację LCS Działowo. Trzecia data złożenia ofert w przetargu projektuj i buduj na odcinku Warszawa Zachodnia—Skierniewice została wyznaczona na 14 grudnia. Realną datą rozstrzygnięcia jest naszym zdaniem dopiero luty 2010 roku. Wyniki Trakcji skalkulowaliśmy w oparciu o prawdopodobieństwo zdobycia poszczególnych kontraktów. Uwzględniamy ryzyko, że opóźnienia w rozstrzygnięciu przetargów wpłyną negatywnie na wyniki Trakcji w 2010 roku. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

### Wyniki Q3 2009

Przychody Trakcji, nie skorygowane o efekt instrumentów pochodnych, okazały się zgodne z oczekiwaniami, wyższy był za to zysk brutto na sprzedaży (marża: 19,3%, oczekiwaliśmy 16%). Uważamy, że głównym źródłem pozytywnego zaskoczenia na poziomie marży brutto na sprzedaży są przychody z realizacji instrumentów pochodnych (spółka księguje je na poziomie przychodów). Zmniejszenie zobowiązań z tytułu instrumentów pochodnych wyniosło w Q3 2009 14,2 mln PLN. Traktując tą pozycję jako przybliżenie zysku z realizacji i wyceny instrumentów pochodnych w Q3 2009, można stwierdzić, że przychody na tym zdarzeniu były o 4,6 mln PLN wyższe niż prognozowaliśmy. Po skorygowaniu marży brutto o wielkość różnicy z tytułu instrumentów pochodnych, otrzymujemy marżę brutto na poziomie 16,9% (oczekiwaliśmy: 16%). Gdyby w przychodach w ogóle nie znalazła się wycena instrumentów pochodnych, marża brutto na sprzedaży wyniosłaby 11,9%. Koszty ogólne w Q3 2009 wyniosły 6,5 mln PLN, czyli nieznacznie więcej, niż prognozowaliśmy (6,3 mln PLN). Pozostałe koszty operacyjne netto wyniosły o 0,6 mln PLN więcej niż oczekiwaliśmy. O 1,4 mln PLN wyższe od oczekiwań były też pozostałe koszty finansowe netto. Ostatecznie, wynik netto na poziomie 22,5 mln PLN jest o 10,7% wyższy od naszej prognozy i o 4,4% wyższy od konsensusu prognoz. W porównaniu do Q2 2009, przepływy operacyjne były dodatnie i wyniosły 30,9 mln PLN (w porównaniu do ujemnego cash flow operacyjnego w I połowie roku w wysokości 143,3 mln PLN, wynikającego z redukcji stanów zaliczek wypłacanych spółce przez PKP PLK).

### Umowy podwykonawcze na kwotę 58,1 mln PLN

Trakcja Polska podpisała z ZUE umowy podwykonawcze na kwotę 58,1 mln PLN (6,6% prognozowanych na ten rok przychodów Trakcji). ZUE jest konsorcjantem Tchasu w zakresie modernizacji LCS Ciechanów.

### Umowa na 9,4 mln PLN

Trakcja Polska podpisała z Przedsiębiorstwem Napraw i Utrzymania Infrastruktury kontrakt podwykonawczy w ramach budowy LCS Ciechanów. Wartość kontraktu to 9,4 mln PLN (1,1% prognozowanych na ten rok przychodów spółki).



## Ulma Construcción Polska (Akumuluj)

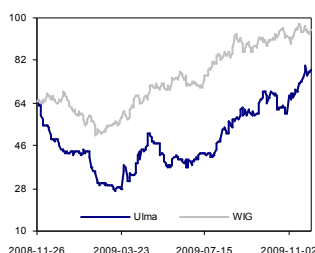
Analitik: Maciej Stokłosa

Cena bieżąca: 78 PLN

Cena docelowa: 82,2 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-19

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	222,6	241,5	8,5%	173,7	-28,1%	221,4	27,4%	Liczba akcji (mln)	5,3
EBITDA	108,4	103,4	-4,7%	70,7	-31,6%	112,6	59,2%	MC (cena bieżąca)	409,7
marża EBITDA	48,7%	42,8%		40,7%		50,9%		EV (cena bieżąca)	582,9
EBIT	66,6	40,9	-38,5%	6,1	-85,1%	43,4	611,7%	Free float	24,5%
Zysk netto	50,9	25,9	-49,2%	-3,7		24,9			
P/E	8,1	15,8				16,4		Zmiana ceny: 1m	16,3%
P/CE	4,4	4,6		6,7		4,4		Zmiana ceny: 6m	92,0%
P/BV	1,7	1,6		1,6		1,4		Zmiana ceny: 12m	21,8%
EV/EBITDA	4,4	5,7		8,2		5,0		Max (52 tyg.)	79,5
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	27,0



Szacujemy, że spółce w 2009 roku udało się pozyskać kontrakty na dzierżawę szalunków na budowy infrastrukturalne na kwotę co najmniej 60 mln PLN. Do rozstrzygnięcia pozostało jeszcze sporo ofert. Duża liczba pozyskanych kontraktów powoduje, że firma naszym zdaniem zredukuje presję konkurencyjną przy pozyskiwaniu nowych zleceń. Konkurencja w ramach szalunków dla infrastruktury jest ograniczona, złożona w zasadzie z 2 firm (Ulma i Peri). Spodziewamy się, że obecnie pozyskiwane nowe kontrakty, które pojawiają się w wynikach od Q2 2010, będą generowały lepsze wyniki finansowe, niż zlecenia pozyskiwane w Q1 i Q2 2009. Presja konkurencyjna w segmencie kubaturowym pozostaje znaczna, zmienia się jednak struktura majątku Ulmy. W 2009 roku Ulma dokonała zakupów szalunków w spółkach powiązanych na kwotę 51,2 mln PLN. Są to w przeważającej większości systemy wykorzystywane w budownictwie inżynierskim. Zwracamy uwagę, że rok 2011, obarczony ryzykiem w przypadku generalnych wykonawców, będzie rokiem poprawy wyników w Ulmie. W Q4 2009 spodziewamy się zysku netto i wyższych przychodów q/q. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

### Wyniki Q3 2009

Wyniki Q3 2009 są gorsze od naszych oczekiwań. O około 8% niższe niż oczekiwaliśmy okazały się przychody i to okazało się głównym źródłem słabszych rezultatów. Ulma jest spółką o bardzo dużej dźwigni operacyjnej, koszty własne sprzedaży zgodnie z naszymi szacunkami są w krótkim terminie w 95% stałe i niezależne od wielkości sprzedaży. Uważamy, że słabsze przychody mogą być spowodowane opóźnieniami w rozpoczęciu wybranych kontraktów. Koszty ogólne wyniosły 3,7 mln PLN, czyli były zauważalnie niższe niż prognozowaliśmy (4,6 mln PLN). EBIT wyniósł 0,1 mln PLN (oczekiwaliśmy: 2,5 mln PLN). Saldo pozostałych kosztów finansowych było o 0,4 mln PLN niższe niż oczekiwaliśmy, ze względu na stratę brutto przed opodatkowaniem, spółka zaksięgowwała też ujemny podatek (0,6 mln PLN). Ostatecznie, zysk netto wyniósł -1,2 mln PLN (oczekiwaliśmy: 0,1 mln PLN). Podtrzymujemy jednocześnie opinię, że Q3 2009 to prawdopodobnie ostatni kwartał, w którym Ulma wygenerowała stratę. W efekcie, mimo, że wyniki są nominalnie słabe, interpretujemy je tylko lekko negatywnie. Zwracamy uwagę, że wynik Q3 2009 obciążyla amortyzacja w wysokości 16,8 mln PLN. Dodatni cash flow operacyjny wyniósł 32,5 mln PLN, ujemny cash flow inwestycyjny zaś 41,4 mln PLN. 41,4 mln PLN to wydatki na uzupełnianie oferty szalunków, budowę centrum logistycznego. W 3 kwartałach wydatki inwestycyjne wyniosły 80,8 mln PLN, z czego 51,2 mln PLN to zakupy szalunków od spółek zależnych. W tym samym czasie amortyzacja wyniosła 49,8 mln PLN.



## Unibep (Trzymaj)

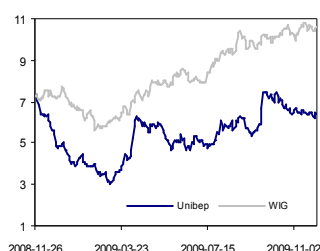
Cena bieżąca: 6,4 PLN

Cena docelowa: 6,6 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-04

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	407,5	502,9	23,4%	436,4	-13,2%	593,5	36,0%	Liczba akcji (mln)	33,9
EBITDA	16,7	33,4	99,6%	26,5	-20,7%	25,1	-5,3%	MC (cena bieżąca)	216,8
marża EBITDA	4,1%	6,6%		6,1%		4,2%		EV (cena bieżąca)	223,0
EBIT	15,8	31,8	101,3%	22,0	-30,7%	20,1	-8,9%	Free float	23,0%
Zysk netto	11,7	27,6	135,3%	17,5	-36,6%	15,4	-12,4%		
P/E	14,8	7,8		12,4		14,1		Zmiana ceny: 1m	-0,9%
P/CE	13,7	7,4		9,8		10,6		Zmiana ceny: 6m	27,8%
P/BV	10,5	2,1		1,8		1,6		Zmiana ceny: 12m	-6,7%
EV/EBITDA	9,6	4,8		8,4		9,4		Max (52 tyg.)	7,5
Dywid (%)	0,2	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,0



Projekt Osiedle Santorini, przejęty od SIM Ursynów w zamian za należności, okazuje się obecnie najbardziej rentownym przedsięwzięciem spółki. Etap I projektu zostanie ukończony pod koniec roku i będzie rozpoznawany w wynikach już od Q4 2009. Z 166 lokali sprzedano już około 130. Marża brutto na sprzedaży na inwestycji wyniesie około 12%. Marża w przypadku II i III etapu wyniesie już około 22%, ze względu na niższy koszt budowy. Uważamy, że spółka będzie zdobywała kolejne kontrakty mieszkaniowe i korzystała z poprawy sytuacji na rynku, obawiamy się jedynie, że kontrakty mogą być pozyskiwane zbyt agresywnie (niskie marże). Nadal znakiem zapytania jest dla nas rynek rosyjski, zauważamy jednak poprawę klimatu inwestycyjnego także na tym rynku. Pomimo krótkoterminowych ryzyk, zwracamy też uwagę, że po zakończeniu obecnych projektów deweloperskich, w 2012 roku, Unibep będzie posiadał ponad 70 mln PLN gotówki netto i generował przynajmniej ponad 600 mln PLN przychodów. Prawdopodobnie, wówczas marże generalnego wykonawcy na rynku mieszkaniowym będą wówczas także znacznie lepsze. Z uwagi na krótkoterminowe ryzyko niższych marż realizowanych na kontraktach budowlanych, podtrzymujemy neutralną rekomendację.

### Wyniki Q3 2009

Wyniki Q3 2009 są na poziomie operacyjnym gorsze niż nasze oczekiwania. Głównym źródłem gorszych wyników są niższe niż prognozowaliśmy przychody (o 28,4%). W komentarzu do sprawozdania, zarząd Unibepu tłumaczy niższe przychody początkową fazą realizacji nowych kontraktów oraz przedłużającymi się procedurami przetargowymi (przetargi wygrane przez Unibep, ale długo oczekujące na formalizację w postaci kontraktu budowlanego). Przyczyny te są naszym zdaniem racjonalne i nie budzą obaw. Pomimo niższych przychodów, marża brutto świadcząca o rentowności kontraktów była nieznacznie wyższa niż oczekiwaliśmy (10,3%, oczekiwaliśmy: 9,7%). Niższy wynik brutto ze sprzedaży, pomimo wyższej marży, kompensowany jest pozostałymi przychodami operacyjnymi, które były o 2,5 mln PLN wyższe, niż zakładaliśmy. O blisko 0,5 mln PLN niż prognozowaliśmy były niższe także koszty ogólne działalności. Pozytywny efekt wyższych pozostałych przychodów operacyjnych i niższych kosztów ogólnych kompensuje w pewnym stopniu wyższe o około 0,8 mln PLN niż zakładaliśmy saldo pozostałych kosztów finansowych netto. W efekcie, wszystkie zdarzenia jednorazowe powodują, że wynik netto jest zgodny z naszymi oczekiwaniami. Bez zdarzeń jednorazowych, wynik byłby niższy niż oczekiwaliśmy. Zarząd w komentarzu do sprawozdania przewiduje 400 mln PLN przychodów w segmencie generalnego wykonawstwa w kraju w 2010 roku. Zarząd przyznaje też, że pozytywne sygnały płyną z rynku rosyjskiego. Obecnie prowadzone są rozmowy na temat kilku dużych inwestycji, z których przynajmniej dwie mają realne szanse na rozpoczęcie realizacji w pierwszej połowie 2010 roku.

### Zapowiedź dobrych wyników Q4 2009

Dyrektor finansowy Unibepu oczekuje, że Q4 2009 będzie najlepszym kwartałem w roku. Poziom wyniku może być nawet zbliżony do poprzedniego roku. W wypracowaniu wyniku pomoże rozpoznanie oddania mieszkań w projekcie Osiedle Santorini, w którym ze 166 mieszkań sprzedano już 140. Zgodnie z naszą prognozą, przewidujemy w Q4 2009 6,5 mln PLN zysku netto. Z wyłączeniem działalności deweloperskiej, zgodnie z prognozą, wynik Q4 2009 wyniósłby 2,65 mln PLN.

### Planowane zmiany w akcjonariacie

Prezes Mikołuszko deklaruje, że jeden z większościowych akcjonariuszy, Zina Micał, posiadająca 5,5% akcji spółki, chce wyjść z akcjonariatu. Obecnie prowadzone są negocjacje i być może Unibep skupi poza rynkiem część z tych udziałów. Prezes przyznaje, że bierze udział w przetargu na wytwórnictwo mas bitumicznych, udział segmentu drogowego w przychodach w przyszłym roku ma wynieść 10-12%. Spółka chce też realizować kolejne projekty



deweloperskie, rozmowy w tej sprawie toczą się z 4 inwestorami. Jeszcze w tym roku Unibep poinformuje o zawarciu dużej umowy na rynku rosyjskim. Jej wartość przekracza 50 mln EUR (207 mln PLN).

### **Unibep miałby skupować akcje własne?**

W projektach uchwał na NWZA znalazł się plan skupu akcji własnych. Na ten cel spółka przeznaczyć może od 1,5 do 7,9 mln PLN, może skupić do 1,5 mln akcji własnych. Zarząd wyjaśnia, że może być kilka pomysłów na wykorzystanie skupionych akcji. Jednym z celów może być przeznaczenie ich na program motywacyjny dla kadry kierowniczej, co wyeliminowałoby konieczność przeprowadzania emisji. Skupione akcje mogą też służyć wejściu Unibepu w nowe segmenty poprzez sojusze i przejęcia firm. Plany są na bardzo wstępnym etapie. Kolejną opcją jest umorzenie akcji lub odsprzedaż w późniejszym czasie. Skup ma zakończyć się przed końcem 2011 roku.



## Deweloperzy

### Segment mieszkaniowy

#### Deweloperzy o kosztach budowy

Przedstawiciel Polnordu przyznaje, że na przedmieściach Gdańska istnieje możliwość budowy nawet po około 2500 PLN/PUM. W przypadku inwestycji na Wilanowie, spółka negocjuje z wykonawcami i liczy na cenę w wysokości 3400-3500 PLN/PUM. Jest to około 500 PLN/PUM mniej niż przed rokiem. Inni deweloperzy nieoficjalnie przyznają, że w stolicy można budować mieszkania nawet za około 3000 PLN/PUM, ale przy zastosowaniu tańszych materiałów. Przedstawiciel firmy Bud-Ma z Poznania, przyznaje, że 20 firm wykonawczych, z którymi spółka współpracuje, praktycznie nie ma teraz zamówień. W stosunku do ubiegłego roku ceny robocizny na dużych budowach spadły o około 10%, a na małych nawet o 20-25%. Uważamy, że spadek kosztów budowy może w przyszłości pozwolić na rewizję marż na nowych projektach w górę.

#### Minister infrastruktury o proponowanych zmianach w Rodzinie na Swoim

Minister infrastruktury potwierdził w środę informację o przygotowywanych zmianach w programie Rodzina na Swoim. Poszczególne nowe rozwiązania będą wprowadzane stopniowo. Nie wcześniej niż od lipca 2010 roku z dopłat do kredytu będą mogły także skorzystać osoby samotne. W przypadku rodziny dopłaty obowiązują przy powierzchni lokalu do 75 m<sup>2</sup>, obejmują zaś 50 m<sup>2</sup> powierzchni (tzn. 2/3 kredytu jest objęte dopłatami). W przypadku singla mają obowiązywać przy powierzchni lokalu do 50 m<sup>2</sup>, obejmować zaś maksymalnie 30-35 m<sup>2</sup> powierzchni. Resort rozważa też, czy nie obniżyć pułapu cen mieszkań, którego nie można przekroczyć. Obecnie pułapem jest 40% ponad średni koszt zakończonych budów. Minister nie wyklucza, że zrezygnuje z obniżenia pułapu, gdyż w przyszłym roku pułap naturalnie spadnie. Minister zapewnia, że proponowana zmiana wyłączenia z programu rynku wtórnego zaczęłaby obowiązywać nie wcześniej niż od 1 stycznia 2011 roku. Uważamy, że koszty zakończonych budów nie spadną w 2010 roku (budowy rozpoczęte w roku 2008), lecz w 2011 roku. Spadek wyniesie około 20%. Limit dopłat w Warszawie spadłby wówczas z 7699,6 PLN/m<sup>2</sup> do 6159,7 PLN/m<sup>2</sup>. W efekcie, znaczenie programu zmalałoby istotnie, co nie ma większego znaczenia, gdyż prawdopodobnie w 2011 roku stymulowanie popytu programem nie będzie już potrzebne.

#### Dane AMRON o cenach mieszkań

Zgodnie z danymi AMRON (System Analiz i Monitorowania Rynku Obrotu Nieruchomościami), średnia cena m<sup>2</sup> w Warszawie w Q3 2009 wynosiła 7853 PLN/m<sup>2</sup>, czyli o 10% mniej niż w Q1 2008. W ciągu ostatnich 6 miesięcy spadek ceny wyniósł już jedynie 1%. Podobnie było w Krakowie, Katowicach, Łodzi i Białymstoku. W Gdańsku, Poznaniu i Wrocławiu w Q3 2009 cena minimalnie wzrosła. Analitycy AMRON-u uważają, że obecnie ceny ustabilizowały się, zaczną zaś rosnąć na przełomie 2010 i 2011 roku.

### Atlas Estates

#### Transakcja na rynku gruntów

Atlas Estates sprzedał 50% udziałów w spółce, która posiada grunty na przedmieściach Bratysławy (880 tys. m<sup>2</sup>) oraz dwie działki w Koszycach o łącznej powierzchni 10 tys. m<sup>2</sup>. Nabywcą jest zarejestrowana na Cyprze firma Pottertry. Wartość księgową gruntów to 56 mld EUR, przy czym ciąży na nich zadłużenie w wysokości 28,6 mln EUR. Udziały w spółce zostały sprzedane z 20% dyskonta, w efekcie transakcja wygeneruje stratę księgową, ale i 8 mln EUR gotówki (po spłacie zadłużenia). Środki mają być wykorzystane na dofinansowanie innych inwestycji.

### BBI Development

#### BBI rozpoczyna budowę apartamentowca w Warszawie

BBI Development podpisał kontrakt z firmą Karmar za 38,6 mln PLN na budowę Rezydencji Foksal w Warszawie, która powstanie na miejscu dawnego kina Skarpa. Spółka zaznacza, że ostateczna cena budowy jest o 10% niższa niż cena założona w biznesplanie. Inwestycja będzie finansowana z kredytu (30 mln PLN), udzielonego przez Bank Polskiej Spółdzielczości. W obiekcie powstanie 38 apartamentów o powierzchni przekraczającej 100 m<sup>2</sup>. W podziemiach znajdzie się m.in. spa z basenem. Ceny mieszkań będą oscylować między 22 tys. PLN a 30 tys. PLN / m<sup>2</sup>. Całkowita powierzchnia obiektu to 7500 m<sup>2</sup>. Prace budowlane ruszą w grudniu. W połowie przyszłego roku spółka chce podpisać umowę na wykonawstwo obiektu przy pl. Unii Lubelskiej. Budowa, realizowana wspólnie ze spółką Liebrecht & Wood, kosztować będzie 300 mln PLN.

### Echo Investment

#### Echo planuje budowę mieszkań

Echo Investment planuje w 2010 roku rozpocząć budowę 12 inwestycji mieszkaniowych w

Krakowie, Łodzi, Poznaniu, Warszawie i Wrocławiu. W ofercie dewelopera pozostało już tylko kilka mieszkań, nowe projekty będą liczyć 2200 mieszkań (147 500 PUM). Echo planuje też w 2010 roku sprzedaż w Kielcach i Warszawie uzbrojonych działek pod zabudowę jednorodziną. W 2011 roku spółka odda 41 tys. PUM, w 2012 roku 27 tys. PUM, w 2013 roku 21 tys. PUM, a w kolejnych dwóch latach 30 tys. PUM. Zakładane marże mają być nie mniejsze niż 25%. Koszty budowy obserwowane przez spółkę spadły od szczytu o 20-25%.

### **Prezes Echo o strategii i obniżkach czynszów**

Echo, w związku z brakiem atrakcyjnych ofert, nie planuje na razie sprzedaży nieruchomości z portfela. Jest mało prawdopodobne, aby w ciągu najbliższych 6 miesięcy sytuacja uległa zmianie. Spółka zamierza za to zwiększać bank ziemi, w budżecie na rok 2010 przewidziano na to co najmniej 100 mln PLN. Ceny w przypadku wybranych lokalizacji mocno spadły, nawet o 50%. Spółka zauważa spadek czynszów, ale jest on niższy od prognoz zarządu. W projekcie handlowym we Wrocławiu prowadzone były rozmowy z najemcami na temat wysokości czynszów. Większość wynajmujących otrzymała obniżki na poziomie nie przekraczającym 10%, ale tylko na okres do końca roku. Jest to jedyny projekt, w przypadku którego spółka rozmawiała o obniżkach czynszów. Zdaniem prezesa, czynsze za powierzchnie biurowe na Mokotowie są o 10% niższe niż przed rokiem.

### **Wzrost wartości kredytu o 15,5 mln EUR**

Echo aneksowało umowę kredytową zawartą z bankiem Eurohypo na finansowanie lub refinansowanie kosztów budowy Centrum Handlowo Rozrywkowego Pasaż Grunwaldzki we Wrocławiu. Aneks zwiększa wartość umowy z 100 mln EUR do 115,5 mln EUR. Termin spłaty to 30 września 2022 roku.

## **Gant Development**

### **Emisja prywatna akcji doszła do skutku**

Emisja prywatna 800 tys. nowych akcji doszła do skutku. Spółka Saide Investments, której właścicielem jest p. Juchniewicz, objęła nowe walory Ganta po 22 PLN za sztukę.

### **Wizja strategiczna Ganta**

Zarząd Ganta uważa, że ze względu na ograniczenie skali działalności przez mniejszych deweloperów, większe firmy będą mogły w 2010 i 2011 roku znacząco zwiększyć skalę działalności. Do grona tych firm planuje dołączyć Gant, zapowiadając w 2010 roku uruchomienie 15 projektów mieszkaniowych o łącznej powierzchni 133 890 PUM. Zdaniem zarządu, większość z tych inwestycji posiada już warunki zabudowy / pozwolenia na budowę. Projekty będą powstawały głównie w miastach takich jak Wrocław, Kraków, Katowice, Warszawa. Jeszcze w 2009 roku ma ruszyć pierwszy etap inwestycji przy ul. Sokołowskiej (20 300 PUM). W latach 2011-2012 zaś deweloper planuje rozpoczęcie projektów o łącznej powierzchni 183 500 PUM. W efekcie, liczba mieszkań w ofercie spółki ma wzrosnąć i wynieść 1370 mieszkań na koniec 2009 roku, 2120 na koniec roku 2010 i 2912 na koniec roku 2011. Obecnie w ofercie dewelopera pozostaje jeszcze 200 gotowych mieszkań. Inwestycje mają być sfinansowane z trzech źródeł: wpływy ze sprzedaży mieszkań (50 mln PLN), emisja obligacji (50 mln PLN, z czego za 40 mln PLN papiery już wyemitowano) oraz z wtórnej emisji akcji (50 mln PLN), która ma być przeprowadzona w styczniu. Prawdopodobnie, w przyszłości może być też nawiązana współpraca z p. Jutkiewiczem, który za pośrednictwem spółki Saide Investment ma stać się akcjonariuszem Ganta. Pan Jutkiewicz posiada cztery działki, w tym dwie w Warszawie, na Woli, o chłonności 35 tys. PUM (zakupione na początku 2007 roku). Nie wykluczone, że w przyszłości Gant będzie realizował projekty na tych gruntach w ramach joint-venture (ruszą one pod koniec 2010 roku lub w roku 2011). Działki nie będą raczej wniesione aportem do Ganta, ani przez Gant nabyte.

## **GTC**

### **Wywiady z zarządem**

GTC oczekuje w Q4 2009 wzrostu przychodów z wynajmu powierzchni komercyjnej. W wynikach pojawiają się przychody z najmu Galerii Jurajskiej w Częstochowie i Centrum Biurowego Kazimierz w Krakowie. Ilość powierzchni oddawanej rocznie do użytku w 2009 i 2010 roku ma przekroczyć 115 tys. m<sup>2</sup> oddane w 2008 roku. Do końca roku na inwestycje spółka planuje jeszcze wydać 30-50 mln EUR. Zarząd nie wyklucza kolejnych przejęć udziałów mniejszościowych w nieruchomościach. Obecnie spółka nie planuje wchodzenia na nowe rynki, ani sprzedawania nieruchomości z portfela. Cały czas zgłaszają się kupcy, zarząd uważa jednak, że jesteśmy obecnie w dołku cyklu na rynku. Transakcje sprzedaży mogą mieć miejsce tylko pod warunkiem uzyskania atrakcyjnej ceny. Zarząd uważa, że przyszły rok powinien przynieść odwrócenie negatywnych trendów w wycenach nieruchomości. Mimo to, w zawieranych obecnie transakcjach nie widać spadku stóp kapitalizacji, a poziom stawek nie wzrasta, w efekcie w krótkim terminie nie są wykluczone kolejne ujemne przeszacowania wartości nieruchomości. GTC nie zamierza w najbliższym czasie rozpoczynać inwestycji mieszkaniowych na większą skalę.



## LC Corp

### LC Corp zrzeka się opcji odkupu udziałów w Sky Tower

Spółka zrzeka się opcji odkupu udziałów w projekcie Sky Tower. Zaoszczędzone w ten sposób środki zostaną przeznaczone na mniejsze projekty. Udziały w projekcie zostały sprzedane głównemu akcjonariuszowi w listopadzie 2008 roku. Obiekt ma być kontynuowany przez głównego akcjonariusza, na przełomie lutego i marca uprawomocnić się ma pozwolenie na budowę. Rozwiązanie rezerw związanych z projektem powiększy zysk netto w Q4 2009 o kilka mln PLN.

## NFI Octava

### Plany skupu akcji własnych?

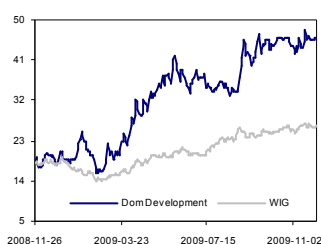
Na 14 grudnia zwołano NZWA, które ma podjąć decyzję o nabyciu nie więcej niż 100 mln akcji własnych w celu umorzenia, czyli prawie 4/5 wszystkich walorów. Na realizację celu zarząd będzie miał 18 miesięcy i 35 mln PLN. Zarząd przyznaje, że uchwała o skupie ma jedynie umożliwić wybór pomiędzy inwestycją w nieruchomości a inwestycją w akcje własne. W raporcie zarząd wypowiedział się, że na razie nie znajduje oczekiwanych okazji na rynku nieruchomości gwarantujących pożądaną mieszankę zysku i ryzyka.



## Dom Development (Akumuluj)

**Cena bieżąca: 45,9 PLN      Cena docelowa: 50,1 PLN**
**Analitik: Maciej Stokłosa**
**Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-05**

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	878,8	698,2	-20,6%	634,5	-9,1%	497,3	-21,6%	Liczba akcji (mln)	24,6
EBITDA	243,2	168,1	-30,9%	100,9	-40,0%	39,7	-60,7%	MC (cena bieżąca)	1 127,3
marża EBITDA	27,7%	24,1%		15,9%		8,0%		EV (cena bieżąca)	1 404,4
EBIT	241,0	165,7	-31,2%	98,5	-40,6%	37,3	-62,1%	Free float	20,0%
Zysk netto	200,6	136,9	-31,7%	75,0	-45,2%	27,3	-63,6%		
P/E	5,6	8,2		15,0		41,3		Zmiana ceny: 1m	3,4%
P/CE	5,6	8,1		14,6		37,9		Zmiana ceny: 6m	26,1%
P/BV	1,6	1,6		1,5		1,5		Zmiana ceny: 12m	170,0%
EV/EBITDA	4,6	8,3		13,9		32,8		Max (52 tyg.)	47,7
Dywid (%)	0,0	4,4		1,7		0,6		Min (52 tyg.)	15,7



Uważamy, że kolejne kwartały mogą przynieść pozytywne zaskoczenia w wynikach sprzedaży, spowodowane m.in. wprowadzeniem osiedla Saska Kępa do oferty. Uważamy, że sprzedaż na etapie „dziury w ziemi” będzie wysoka, ze względu na charakter projektu (bardzo duży udział małych mieszkań w strukturze lokali). Zgodnie z oczekiwaniami, Dom Development rozpoczyna kolejne projekty. Zgodnie z zapowiedzią spółki, 1233 mieszkania w 7 projektach mogą być wprowadzone do sprzedaży natychmiast po podjęciu takiej decyzji przez zarząd. Finansowanie będzie dostępne w miarę potrzeb. Pierwsze weryfikacje naszych założeń wypadają pomyślnie - koszt budowy w przypadku projektów Derby 9 i Saska Kępa (Gościów) okazał się o 200 PLN niższy od naszych oczekiwań. Kolejne projekty zdaniem zarządu zostaną rozpoczęte, ale nie wcześniej niż w marcu 2010 roku. Podsumowując, zdajemy sobie sprawę, że Dom Development notowany jest z wyceną do wartości aktywów, uważamy jednak, że premia ta jest uzasadniona. Sądymy też, że spółka będzie w stanie rozwinąć w przyszłości działalność tak, aby być w stanie sprzedawać co najmniej 2000 mieszkań rocznie. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

### Wyniki Q3 2009

Wyniki Dom Development w Q3 2009 są nominalnie gorsze od naszych oczekiwań i od konsensusu prognoz. Pomimo wyższych przychodów, rentowność na przekazywanych klientom mieszkaniach okazała się niższa niż szacowaliśmy i wyniosła 17% brutto na sprzedaży (oczekiwaliśmy 24%). Zgodnie z informacjami pozyskanymi od Dom Development, w Q3 2009 spółka rozpoznała w wyniku oddania objętych rezerwą domów jednorodzinnych, w efekcie, koszty własne ze sprzedaży obciążył koszt rezerwy (3 mln PLN), która jednocześnie została wyśięgowana z pozostałych kosztów finansowych (3 mln PLN pozostałych przychodów operacyjnych). W efekcie tego zdarzenia, pozostałe przychody operacyjne wyniosły 1,1 mln PLN netto, podczas gdy my oczekiwaliśmy 1 mln PLN pozostałych kosztów operacyjnych. Pomijając efekt rezerwy, zysk brutto ze sprzedaży wyniosłby 25,5 mln PLN, czyli byłby bardzo zbliżony do oczekiwań. Marża brutto wyniosłaby 19,3%, tzn. ciągle była niższa, niż oczekiwaliśmy, zwracamy jednak uwagę, że wynika to tylko częściowo ze zbyt wysokich prognoz marż na starych projektach. Ilość takich mieszkań na Białołęce przekazanych klientom w Q3 2009 okazała się wyższa, niż zakładaliśmy (175 mieszkania, oczekiwaliśmy jedynie 135). Generalnie, w Q3 2009 przekazanych zostało 296 mieszkań (oczekiwaliśmy 240). W Q4 2009 należy spodziewać się przekazania około 300 lokali, głównie o standardzie popularnym, w tym domów, w efekcie, wyniki raczej nie będą istotnie lepsze na poziomie operacyjnym niż w Q3 2009. Koszty ogólne działalności wyniosły 15,5 mln PLN, tzn. były o około 0,5 mln PLN niższe niż zakładaliśmy. Efekt pozostałych przychodów operacyjnych został zneutralizowany przez pozostałe koszty finansowe netto, które wyniosły 3,2 mln PLN (oczekiwaliśmy pozostałych przychodów finansowych w wysokości 1,7 mln PLN). Wyższa niż oczekiwaliśmy (ponad 24%) okazała się też efektywna stopa podatkowa. Ostatecznie, wynik netto wyniósł 4,5 mln PLN i okazał się niższy od naszych oczekiwań (8 mln PLN), a także oczekiwań rynku.

### Dom Development jest gotów wprowadzić 1200 mieszkań do oferty

Prezes Dom Development przyznał, że jeśli popyt będzie wysoki, spółka jest gotowa wprowadzić do oferty 1233 mieszkania w 7 projektach. Projekty są już przygotowane i mogą być natychmiast wprowadzone do sprzedaży przez zarząd po podjęciu takiej decyzji. W Q3 2009 spółka sprzedała 230 mieszkań netto (251 brutto). Zarząd spółki przyznaje też, że wyniki kontraktacji usług budowlanych świadczą o tym, że koszty budowy spadły. Ma to pozytywny wpływ na marżę. Uważamy, że deweloper będzie wprowadzał do oferty kolejne projekty od marca 2010 roku (obecnie, ze względu na zbliżającą się zimę, pole do uruchamiania nowych projektów jest ograniczone).



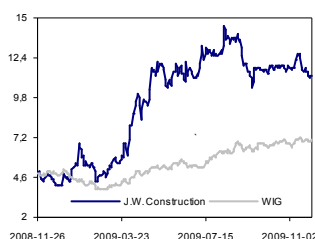
## J.W. Construction (Kupuj)

Cena bieżąca: 11,3 PLN      Cena docelowa: 14 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-02

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	781,1	721,4	-7,6%	846,6	17,4%	1 029,9	21,7%	Liczba akcji (mln)	54,1
EBITDA	211,9	158,5	-25,2%	206,2	30,1%	315,5	53,0%	MC (cena bieżąca)	608,9
marża EBITDA	27,1%	22,0%		24,4%		30,6%		EV (cena bieżąca)	861,5
EBIT	198,6	141,1	-28,9%	185,7	31,6%	294,5	58,6%	Free float	18,0%
Zysk netto	148,1	100,9	-31,9%	153,1	51,7%	247,3	61,5%		
P/E	4,0	6,1		4,0		2,5		Zmiana ceny: 1m	-5,4%
P/CE	3,7	5,2		3,5		2,3		Zmiana ceny: 6m	-1,7%
P/BV	1,1	1,9		1,3		0,8		Zmiana ceny: 12m	149,7%
EV/EBITDA	5,2	7,9		4,2		1,7		Max (52 tyg.)	14,5
Dyyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	4,0



Uważamy, że J.W. Construction nie będzie zaskakiwać w następnych kwartałach wynikami sprzedaży (będą spadać, wraz ze spadkiem wielkości oferty spółki). Ze względu na cykl kończenia projektów, przypadający w znacznej części na rok 2010, nie spodziewamy się rozpoczęcia nowych inwestycji przed II połową 2010 roku. W efekcie, wyniki realizowane na nowych projektach zostaną zaksięgowane głównie w 2012 roku. Sądymy, że skala rozpoczętych i obecnie oddawanych inwestycji pozwoli na prowadzenie skali działalności zgodnej z prognozami w przyszłości. W oparciu o prognozowane wskaźniki wyceny, akcje dewelopera są tanie. W ciągu 3 kwartałów J.W. przekazało 1237 mieszkań. Do końca roku spółka planuje przekazanie 2000 lokali. W efekcie, zważywszy, że wzrośnie liczba mieszkań drogich wśród przekazywanych lokali (Górczewska Park), uważamy, że nasza prognoza roczna jest realna. Z projektu na chwilę bieżącą zostało już przekazane 200 mieszkań, z czego jedynie około 21 lokali w Q3 2009 (z 886 mieszkań w projekcie). Zwracamy uwagę na dobrej jakości bank ziemi (w zasadzie brak gruntów kupionych po zbyt wysokich cenach). Z uwagi na spadek ceny akcji dewelopera, podnosimy naszą rekomendację do kupuj.

### Wyniki Q3 2009

J.W. Construction zaprezentowało wyniki nominalnie gorsze od naszych oczekiwań i gorsze od konsensusu prognoz. Przychody okazały się bardzo bliskie naszych oczekiwań, niższa była jednak marża brutto na sprzedaży, świadcząca o rentowności przedsięwzięć deweloperskich (26%, oczekiwaliśmy: 29,1%). Dostrzegamy dwie przyczyny niższej marży – po pierwsze, w wyniku Q3 2009 znalazło się więcej nisko marżowych i mniej wysoko marżowych projektów niż zakładaliśmy. W Q3 2009 oddawane były mieszkania z projektów, na których marża brutto na sprzedaży waha się między 21% a 36% (zgodnie z prognozą). Po drugie, na wybranych projektach niedoszacowaliśmy koszt budowy, różnica nie jest jednak duża. Koszty ogólne były zgodne z oczekiwaniami (wyższe od prognozy o jedynie 0,2 mln PLN). Pozostałe przychody operacyjne netto wyniosły 0,2 mln PLN (oczekiwaliśmy pozostałych kosztów operacyjnych w wysokości 0,6 mln PLN). Różnica ta skompensowana została pozostałymi kosztami finansowymi netto, które wyniosły 5,6 mln PLN, a oczekiwaliśmy 4,4 mln PLN. Efektywna stopa podatkowa wyniosła 23,4%, tzn. była wyższa od oczekiwań (19%). W efekcie, zysk netto okazał się o 20,9% niższy od oczekiwań, podczas gdy EBIT był niższy od oczekiwań o 11,2%, zysk brutto ze sprzedaży zaś jedynie 10%. Wyniki oceniamy neutralnie.

### J.W. chce rozpocząć budowę 1500 mieszkań w 2010 roku

W dwóch pierwszych kwartałach J.W. Construction planuje rozpocząć nowe inwestycje mieszkaniowe liczące około 1500 mieszkań. W Warszawie spółka rozpocznie budowę około 1000 mieszkań, będą to inwestycja na Białołęce (Światowida i Zdziarska) oraz jedna na Mokotowie (Antoniewska). Deweloper planuje też inwestycje poza Warszawą. W Łodzi spółka ma działkę, na której planuje rozpocząć nieduży projekt na 120 mieszkań. Spółka rozważa też podobną inwestycję w Katowicach. Inwestycje na 100-200 mieszkań mają też powstać w Poznaniu i Krakowie. W tym roku spółka prawdopodobnie nie rozpocznie już żadnej inwestycji. W najbliższym czasie, czyli prawdopodobnie w 2010 roku, nie wystartują jeszcze kolejne inwestycje w Rosji i na Ukrainie. W naszej prognozie założyliśmy rozpoczęcie budowy 1080 mieszkań i domów w 2010 roku.

### J.W. przejmie spółkę drogową?

Józef Wojciechowski, główny akcjonariusz J.W., przyznał, że niedługo rozpocznie się badanie spółki działającej w segmencie budownictwa drogowego, którą może przejąć J.W. Jeśli wyniki będą satysfakcjonujące, złożona zostanie oferta zakupu udziałów. Ewentualna transakcja mogłaby zostać sfinalizowana w I połowie 2010 roku. Wraz z trzema czołowymi firmami izraelskimi, J.W. stworzyłoby konsorcjum, w ramach którego firma J.W. startowałaby w przetargach publicznych.



### **1 mln PLN kary od UOKiK**

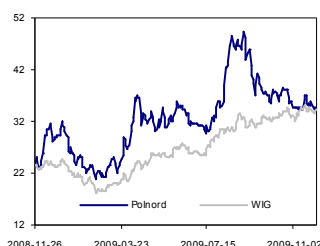
UOKiK nałożył na J.W. Construction 1 mln PLN kary w związku z brakiem wycofania z umów sprzedaży niedozwolonych klauzul (5, a nie 3% kary w przypadku odstąpienia od umowy, zastrzeżenie możliwości opóźnień w oddaniu obiektu bez podania szczegółowych przyczyn). Spółka złożyła odwołanie.



## Polnord (Kupuj)

**Cena bieżąca: 34,6 PLN    Cena docelowa: 45 PLN**
**Analityk: Maciej Stokłosa**
**Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-28**

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	131,5	391,1	197,4%	256,8	-34,3%	349,4	36,1%	Liczba akcji (mln)	22,1
EBITDA	33,0	108,7	229,0%	43,4	-60,1%	33,0	-23,9%	MC (cena bieżąca)	766,0
marża EBITDA	25,1%	27,8%		16,9%		9,5%		EV (cena bieżąca)	1 036,5
EBIT	31,4	106,7	239,8%	41,4	-61,2%	31,1	-25,0%	Free float	36,0%
Zysk netto	98,8	77,8	-21,2%	21,7	-72,1%	4,2	-80,5%		
P/E	5,0	8,1		35,3		181,0		Zmiana ceny: 1m	-0,5%
P/CE	4,9	7,9		32,3		123,2		Zmiana ceny: 6m	-1,7%
P/BV	0,6	0,7		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	52,0%
EV/EBITDA	23,5	11,2		23,9		31,3		Max (52 tyg.)	49,5
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	21,0



Najbardziej istotna dla notowań Polnordu jest oczekiwana rentowność nowych projektów deweloperskich oraz przyszła skala działalności. W ciągu 2 miesięcy od wydania zaktualizowanej rekomendacji dla Polnordu, firma pozyskała 135 mln PLN środków, które posłużą jako wkład własny do kredytów na nowe inwestycje. Z planowanych 100 mln PLN z emisji obligacji zamiennych na obligacje Polnord pozyskał 120,5 mln PLN. Z planowanych 20 mln PLN ze sprzedaży powierzchni biurowej w Rosji spółka pozyskała 14,4 mln PLN. Środki ze sprzedaży działki w Sopocie na razie nie pojawiły się, nie wykluczamy, że transakcja opóźni się. Mimo to, nie dostrzegamy ryzyk dla realizacji programu inwestycyjnego, odzwierciedlonego w naszych prognozach. Nie można wykluczyć, że środki z emisji obligacji zamiennych posłużą do udzielenia kredytów w systemie 40:60, a nie 50:50, jak początkowo założyliśmy. Ponadto, projekty na wczesnym etapie realizacji nie wymagają tak dużych nakładów kapitałowych. Zarząd upoważniony jest jeszcze do dokonania emisji obligacji zamiennych na kwotę 79,5 mln PLN, nie spodziewamy się jednak, aby kolejne emisje miały miejsce w ciągu najbliższego pół roku. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

### Wyniki Q3 2009

Przychody w Q3 2009 okazały się wyższe niż oczekiwaliśmy, co wynika z wyższej niż oczekiwaliśmy liczby przekazanych lokali oraz wyższej ceny sprzedaży w oddawanych lokalach. W Q3 2009 oddawane były mieszkania przedsprzedane po wyższych cenach niż obecne ceny rynkowe. W kontekście prognoz efekt ten nie jest istotny (przeniesienie wyniku z Q4 2009). Koszty ogólne działalności wyniosły 11,6 mln PLN, podczas gdy my oczekiwaliśmy 14,6 mln PLN. Niższe koszty zarządu to dobra wiadomość, zwracamy jednak uwagę, że spadek kosztów był przez nas prognozowany, ale dopiero od Q4 2009. Zgodnie z prognozami na rok 2010, średnio w kwartale koszty ogólne mają wynosić 10,5 mln PLN. Aż 15,2 mln PLN wyniósł zysk na wycenie projektu deweloperskiego w toku – biurowca dla Pol-Aqua. Oczekiwaliśmy, że pozycja ta podwyższy wynik Polnordu o 10 mln PLN. Wyższy zysk na wycenie to wiadomość neutralna. Większa wartość przeszacowania obecnie oznacza niższy potencjał wzrostu wyceny obiektu w roku kolejnym. Pozostałe koszty operacyjne i finansowe były bardzo zbliżone do oczekiwań. Ostatecznie, zysk netto wyniósł 17,1 mln PLN (prognozowaliśmy 7,9 mln PLN). Gdyby w wynikach Q3 2009 nie znalazła się wycena biurowca w budowie, wynik netto w Q3 2009 wyniósłby około 5 mln PLN. 2,9 mln PLN z różnicy wynika z niższych kosztów ogólnych. W wynikach zwraca uwagę ujemny cash flow operacyjny (-71,4 mln PLN po Q3 2009, - 14,3 mln PLN po I półroczu 2009 roku). Ujemny cash flow, zobrazowany w bilansie zmniejszeniem stanu zobowiązań z tytułu dostaw i usług oraz stanu otrzymanych zaliczek, wynika m.in. z niepieniężnego wygaśnięcia zobowiązań związanych z wniesieniem przez Prokom nieruchomości w Dopiewcu koło Poznania (30 mln PLN). Działka była sprzedana przez Prokom Investment Polnordowi na koniec czerwca, wierzytelność została potrącona w związku z emisją akcji w zamian za aport, ale dopiero w lipcu.

### Emisja obligacji zamiennych na akcje

Polnord przeprowadził emisję obligacji zamiennych na akcje. W pierwszej transzy deweloper pozyskał kwotę 110 mln PLN, w drugiej zaś 10,5 mln PLN. Obligacje zostały wyemitowane na okres 3 lat. Obligacje podlegają możliwości konwersji na akcje w okresie od emisji do 3 miesięcy przed datą wykupu (6 listopada 2012). Cena konwersji została ustalona na poziomie 40 PLN. Emisja obligacji nałożyła na spółkę szereg ograniczeń, m.in. dotyczących wypłaty dywidendy (nie więcej niż 30% zysku wykazanego w ostatnim sprawozdaniu rocznym), wykupu akcji własnych (nie więcej niż 25% zysku ze sprawozdania rocznego), zobowiązania dotyczące utrzymywania wskaźników finansowych, a także ograniczenia zawierania transakcji z podmiotami powiązanymi. Obligacje są niezabezpieczone.

### **Polnord nie rezygnuje z rozbudowy banku ziemi**

W przeprowadzonych w maju i lipcu emisji akcji Polnord pozyskał 75 mln PLN. Pozyskane środki miały posłużyć zakupowi zagrożonych aktywów. Z pozyskanych środków 5,3 mln PLN zostało wydane na zakup działki w Lublinie, 20 mln PLN zaś spółka przeznaczyła na uruchomienie budowy pierwszego z biurowców na Wilanowie. Prezes przyznaje, że spółka nie rezygnuje z planów nabywania nowych gruntów. Spółka ma krótką listę 20 nieruchomości, których przejęciem jest zainteresowana. Prezes nie ukrywa jednak, że oferowane ceny są ciągle zbyt wysokie. Spółka rozważa zakup działek m.in. w Katowicach i w Trójmieście.

### **Miasto kupi grunty pod drogi na Wilanowie, ale na razie nie od Polnordu**

32 mln PLN zapłaci Miasto Warszawa za grunty pod budowę dróg na Wilanowie. Chodzi o prawie 3,5 ha gruntów (cena: około 900 PLN/m<sup>2</sup>), będące w posiadaniu firmy DiE. Z planowanych 32 mln PLN, deweloper 12,7 mln PLN ma uzyskać w 2010 roku, 9,4 mln PLN w 2011 roku i 9,5 mln PLN w 2012 roku. To kończy spory dewelopera z miastem. Poza przeprowadzoną transakcją, miasto musi jeszcze kupić ok. 20 ha potrzebnych na budowę al. Rzeczpospolitej i Branickiego od Polnordu. Aleja Rzeczpospolitej już powstaje – Polnord zgodził się, aby budowa już się rozpoczęła, a negocjacje co do ceny i wypłaty odszkodowania były przeprowadzone później. Budowa ulicy Branickiego miała zacząć się w tym roku, ale ze względu na kryzys opóźni się co najmniej o rok. Wg. wycen Polnordu, koszt gruntów pod drogi na Wilanowie może wynieść 200-250 mln PLN. Polnord ma łącznie 223 tys. m<sup>2</sup> (22,3 ha) gruntów pod drogi.



## Handel



### Emperia Holding (Trzymaj)

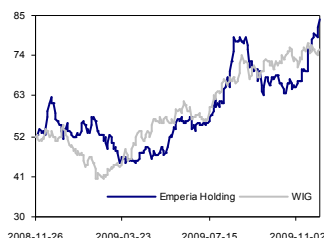
Cena bieżąca: 83,9 PLN    Cena docelowa: 70,3 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-04

Podstawowe dane (mIn PLN)

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana		
Przychody	4 479,6	5 263,1	17,5%	5 668,9	7,7%	6 046,3	6,7%	Liczba akcji (mln)	15,1
EBITDA	176,2	152,3	-13,5%	194,2	27,5%	220,5	13,6%	MC (cena bieżąca)	1 268,2
marża EBITDA	3,9%	2,9%		3,4%		3,6%		EV (cena bieżąca)	1 544,2
EBIT	136,2	94,9	-30,3%	128,8	35,7%	142,2	10,4%	Free float	71,0%
Zysk netto	88,4	60,1	-32,0%	92,0	53,1%	102,4	11,2%		
P/E	14,3	21,1		13,8		12,4		Zmiana ceny: 1m	27,9%
P/CE	9,9	10,8		8,1		7,0		Zmiana ceny: 6m	49,6%
P/BV	1,8	1,7		1,6		1,5		Zmiana ceny: 12m	56,2%
EV/EBITDA	7,9	10,2		8,0		7,0		Max (52 tyg.)	83,9
Dyyield (%)	2,1	1,0		2,0		2,9		Min (52 tyg.)	44,8



W listopadzie akcje Emperii wyróżniały się bardzo pozytywnie na tle branży FMCG i ostatecznie miesiąc zamknęły ponad 24% wzrostem kursu. Zwyżka była w pełni uzasadniona zaprezentowanymi przez Spółkę wynikami za 3Q, które okazały się lepsze zarówno od naszych oczekiwań jak i rynkowego konsensusu. Analiza raportu kwartalnego i ostatnie zapowiedzi Zarządu wskazują, że zaobserwowane już w 2Q pozytywne tendencje powinny być w dalszym ciągu kontynuowane. Wydaje się jednak, że rynek w znacznym stopniu już taki scenariusz zdyskontował, stąd utrzymujemy naszą neutralną rekomendację.

#### Wyższe marże w segmencie detalicznym

Wyniki Emperii za 3Q'09 na poziomie EBITDA okazały się lepsze od naszych oczekiwań o 16% i 20% wyższe od rynkowego konsensusu. Pozytywne odchylenie zysku operacyjnego o około 6 mln PLN to przede wszystkim efekt wyższej niż oczekiwaliśmy marży zrealizowanej w segmencie detalicznym (rentowność EBITDA 2,8% vs. oczekiwane 2% i 1,5% w 2Q'09). Może to być zasługa wyraźnego ograniczenia skonsolidowanych kosztów sprzedaży w ujęciu q/q (-12 mln PLN) przy utrzymaniu wysokiej dwucyfrowej dynamiki przychodów na tej działalności. Nieco wyższy od naszych szacunków był także EBIT segmentu hurtowego, ale w tym przypadku różnica wyniosła tylko około 1 mln PLN. Analiza wyników Emperii na poziomie zagregowanym (bez podziału segmentowego) wskazuje, że Spółka zapowiadane sezonowe obniżenie marży brutto na sprzedaży (15,8% wobec 16,5% w 2Q'09, kiedy księgowane były półroczne bonusy od dostawców) w dużym stopniu zneutralizowała obniżeniem kosztów ogólnych działalności. Udało się zmniejszyć udział kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu w przychodach z 14,8% w 2Q'09 do 13,8% w 3Q'09, na co wpływ miała zapewne rosnąca efektywność nowo otwartych centrów dystrybucyjnych. Na poziomie działalności finansowej Spółka zanotowała ujemne saldo na poziomie -3,6 mln PLN wobec oczekiwanych -5 mln PLN, co zwiększyło jeszcze pozytywne odchylenie wyniku netto od naszej prognozy. W 3Q'09 Emperia wygenerowała z działalności operacyjnej 28,7 mln PLN, co pozwoliło na obniżenie długu netto q/q o 9 mln PLN do poziomu 304 mln PLN. Spółka wskazuje na poprawę zarządzania kapitałem obrotowym, ale w 3Q zauważalne obniżenie zapasów i należności zostało z nawiązką zneutralizowane przez spadek zobowiązań krótkoterminowych.



## Eurocash (Trzymaj)

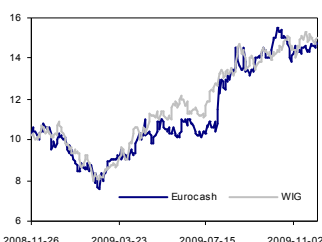
Cena bieżąca: 14,7 PLN

Cena docelowa: 9,9 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-06

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	4 729,4	6 121,7	29,4%	7 399,4	20,9%	7 877,6	6,5%	Liczba akcji (mln)	130,4
EBITDA	121,9	158,4	30,0%	186,2	17,5%	205,5	10,4%	MC (cena bieżąca)	1 917,5
marża EBITDA	2,6%	2,6%		2,5%		2,6%		EV (cena bieżąca)	1 774,4
EBIT	85,8	115,5	34,7%	127,3	10,2%	142,1	11,6%	Free float	30,0%
Zysk netto	58,9	78,3	33,0%	105,1	34,3%	117,2	11,5%		
P/E	31,9	24,5		18,2		16,4		Zmiana ceny: 1m	3,5%
P/CE	19,8	15,8		11,7		10,6		Zmiana ceny: 6m	45,0%
P/BV	8,0	6,8		5,1		4,3		Zmiana ceny: 12m	41,3%
EV/EBITDA	15,0	11,6		9,5		8,2		Max (52 tyg.)	15,5
Dywid (%)	1,6	0,6		2,1		2,7		Min (52 tyg.)	7,6



2008-11-26 2009-03-23 2009-07-15 2009-11-02

**Nasze prognozy kwartalne dla Eurocash okazały się zbyt optymistyczne i Spółka nie zdołała raportem za 3Q zaskoczyć rynku. Kurs akcji w listopadzie nie odchylił się istotnie od szerokiego indeksu i nie wydaje się, aby miało się to zmienić w kolejnym miesiącu. Utrzymujemy rekomendację trzymaj.**

### Wyniki poniżej naszych prognoz, zgodne z konsensem

Nasze prognozy wyników Eurocash (wyższe od rynkowego konsensusu) okazały się zbyt optymistyczne, a odchylenie na poziomie EBITDA wyniosło -17%. Na poziomie przychodów Spółka zrealizowała nasze szacunki, ale realizowane marże brutto na sprzedaży były niższe niż zakładaliśmy i niższe w ujęciu r/r. Malejący udział sprzedaży wyrobów tytoniowych, tylko zneutralizował niższe marże w hurcie tradycyjnym związane z agresywną polityką cenową prowadzoną przez Eurocash, podczas gdy my zakładaliśmy że będzie to stanowić źródło poprawy rentowności. Na poziomie działalności finansowej nie było większych zaskoczeń i ostatecznie zysk netto wyniósł 27,8 mln PLN, czyli 24% poniżej naszych oczekiwań. W wynikach za 3Q warto odnotować bardzo wysoki poziom przepływów z działalności operacyjnej (105 mln PLN vs. 17 mln PLN rok temu), który pozwolił na wzrost gotówki netto na koniec kwartału do poziomu 168 mln PLN z 76 mln PLN kwartał wcześniej.

## Inne



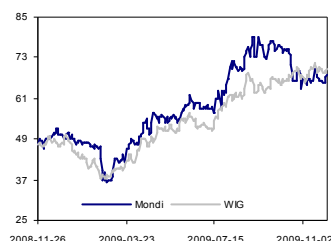
### Mondi (Trzymaj)

Cena bieżąca: 71,7 PLN      Cena docelowa: 56 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-03

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 610,4	1 406,3	-12,7%	1 274,3	-9,4%	1 674,1	31,4%	Liczba akcji (mln)	50,0
EBITDA	299,0	305,5	2,2%	217,1	-29,0%	400,4	84,5%	MC (cena bieżąca)	3 585,0
marża EBITDA	18,6%	21,7%		17,0%		23,9%		EV (cena bieżąca)	4 288,7
EBIT	194,7	194,7	0,0%	97,1	-50,1%	207,1	113,2%	Free float	19,0%
Zysk netto	246,2	141,2	-42,6%	64,1	-54,6%	145,4	126,7%		
P/E	14,6	25,4		55,9		24,7		Zmiana ceny: 1m	2,3%
P/CE	10,2	14,2		19,5		10,6		Zmiana ceny: 6m	15,3%
P/BV	3,7	3,4		3,0		2,7		Zmiana ceny: 12m	40,2%
EV/EBITDA	11,9	12,7		19,8		10,6		Max (52 tyg.)	79,0
Dywidenda (%)	7,5	0,0		0,0		0,4		Min (52 tyg.)	36,3



Począwszy od 4Q2009 zakładamy, że wyniki na poziomie EBITDA Mondi systematycznie będą się poprawiać, na co wpływ będzie miało uruchomienie nowej maszyny papierniczej (w pierwszej kolejności koszty finansowe i zwiększona amortyzacja) oraz koszty finansowe (dotychczas kapitalizowane). Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

#### Wyniki za 3Q2009

W 3Q2009 spółka wypracowała przychody na poziomie 322 mln PLN (-6,8% r/r), EBITDA w wysokości 48,84 mln PLN (+8,5% r/r, marża 15,2%), EBIT na poziomie 22,4 mln PLN i zysk netto równy 24,86 mln PLN (-20% r/r). Nominalnie wyniki są istotnie lepsze niż nasze oczekiwania (odpowiednio: 283,4; 24,6; -1,5; -0,4 mln PLN). Różnica dotyczy przede wszystkim wyniku na transakcjach zabezpieczających przepływy pieniężne. W 3Q2009 spółka zwiększyła z tego tytułu wyższe przychody o 47,5 mln PLN – w prognozie zakładaliśmy 0 PLN. W efekcie wszystkie pozycje rachunku wyników są lepsze niż nasze oczekiwania. Na poziomie operacyjnym wyniki są zbliżone do prognozy. Spółka sprzedała o 4,3% więcej papieru niż w 2Q2009 (zakładaliśmy +5%) przy zmianie średniej ceny papieru (koszyk) na poziomie -9,6% (nasza prognoza -10,8%). Spółka wyprodukowała pierwszy wolumen papieru - 12,4 tys. ton - na nowej maszynie papierniczej, uruchomionej we wrześniu br. Docelowo maszyna powinna produkować ok. 37 tys. ton papieru makulaturowego miesięcznie (obecnie na rozruchu wykorzystanie mocy wyniosło 33%). Bardzo cieszy obserwowany wzrost cen papieru na rynku europejskim, który zaczął się we wrześniu. Zwracamy jednak uwagę na raportowany przez spółkę wzrost cen makulatury (+35% q/q), co będzie negatywnie wpływać w przyszłości na marżę segmentu. Ceny drewna nadal spadały (-1,5% q/q). Podsumowując kwartał miał być dla spółki trudny i był - wynik operacyjny byłby niższy niż nasze oczekiwania gdyby nie transakcje zabezpieczające. Kolejny powinien być już zdecydowanie lepszy. Nasza prognoza roczna 64 mln PLN jest realna do wykonania (32,8 mln PLN po 3Q).

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

#### Departament Analiz:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37  
Wicedyrektor  
[marta.jezewska@dibre.com.pl](mailto:marta.jezewska@dibre.com.pl)  
Banki

#### Analitycy:

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

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

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

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

#### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

#### Maklerzy:

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

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62  
[grzegorz.stepien@dibre.com.pl](mailto:grzegorz.stepien@dibre.com.pl)

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68  
[tomasz.dudz@dibre.com.pl](mailto:tomasz.dudz@dibre.com.pl)

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

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

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

#### „Prywatny Makler”

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26  
Dyrektor BSOZ  
[jacek.szczepanski@dibre.com.pl](mailto:jacek.szczepanski@dibre.com.pl)

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47  
Sprzedaż  
[pawel.szczepanik@dibre.com.pl](mailto:pawel.szczepanik@dibre.com.pl)

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

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

<b>rekomendacja</b>	Kupuj	Kupuj	Trzymaj	Trzymaj
<b>data wydania</b>	2009-04-30	2009-08-14	2009-10-16	2009-11-09
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	1,67	2,90	4,70	4,40
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	28273,93	34676,38	38626,43	38524,56

**BZ WBK**

<b>rekomendacja</b>	Kupuj	Kupuj	Akumuluj	Akumuluj	Akumuluj	Redukuj	Kupuj
<b>data wydania</b>	2009-03-05	2009-04-07	2009-05-06	2009-05-20	2009-06-30	2009-08-05	2009-08-24
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	70,00	80,50	94,00	94,00	90,80	124,10	131,00
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	22719,61	26410,72	29777,06	30312,26	30525,72	35363,92	37915,39

**cd. BZ WBK**

<b>rekomendacja</b>	Trzymaj	Redukuj
<b>data wydania</b>	2009-10-05	2009-11-17
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	151,10	188,00
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	37045,62	40785,58

**CYFROWY POLSAT**

<b>rekomendacja</b>	Kupuj	Trzymaj	Trzymaj	Trzymaj
<b>data wydania</b>	2009-03-26	2009-05-29	2009-11-03	2009-11-12
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	13,89	14,25	14,26	14,19
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	25477,20	29454,42	38290,12	39879,92

**ERBUD**

<b>rekomendacja</b>	Kupuj	Trzymaj	Trzymaj	Redukuj	Zawieszona	Akumuluj	Trzymaj
<b>data wydania</b>	2009-03-25	2009-05-06	2009-05-26	2009-06-04	2009-08-05	2009-08-14	2009-09-04
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	22,40	32,00	35,60	44,00	40,49	46,20	49,00
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	24443,51	29777,06	29197,11	31030,61	35363,92	35998,12	36009,43

**cd. ERBUD**

<b>rekomendacja</b>	Akumuluj
<b>data wydania</b>	2009-11-04
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	42,90
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	37391,24

**GETIN**

<b>rekomendacja</b>	Trzymaj	Kupuj
<b>data wydania</b>	2009-10-05	2009-11-04
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	9,00	7,82
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	37045,62	37391,24

**ING BSK**

<b>rekomendacja</b>	Kupuj	Trzymaj	Trzymaj	Sprzedaj	Akumuluj	Akumuluj
<b>data wydania</b>	2009-03-05	2009-05-06	2009-05-15	2009-08-05	2009-08-24	2009-10-30
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	189,10	284,00	318,00	496,00	600,00	639,50
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	22719,61	29777,06	29311,53	35363,92	37915,39	38763,24

**Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Spółek, dla których dokonano zmiany zaleceń inwestycyjnych w Przeglądzie Miesięcznym:**
**J.W.CONSTRUCTION**

<b>rekomendacja</b>	Kupuj	Trzymaj	Redukuj	Redukuj	Zawieszona	Kupuj	Akumuluj
<b>data wydania</b>	2009-03-25	2009-05-06	2009-06-04	2009-06-15	2009-09-04	2009-09-28	2009-11-12
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	5,95	11,46	11,52	11,85	12,00	11,66	12,26
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	24443,51	29777,06	31030,61	32362,67	36009,43	38214,58	39879,92

**MILLENNIUM**

<b>rekomendacja</b>	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Sprzedaj	Trzymaj	Kupuj	Kupuj
<b>data wydania</b>	2009-03-05	2009-04-02	2009-05-06	2009-05-12	2009-08-24	2009-10-05	2009-11-10
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	1,43	1,84	2,78	2,42	5,05	4,40	4,19
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	22719,61	24145,69	29777,06	29463,99	37915,39	37045,62	39683,10

**MOSTOSTAL WARSZAWA**

<b>rekomendacja</b>	Kupuj	Kupuj	Akumuluj	Akumuluj	Akumuluj	Kupuj	Akumuluj
<b>data wydania</b>	2009-03-04	2009-05-22	2009-06-04	2009-08-14	2009-09-09	2009-11-04	2009-11-17
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	39,50	54,80	59,10	69,65	77,05	66,00	70,00
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	21999,05	29681,36	31030,61	35998,12	37261,23	37391,24	40785,58

**POLICE**

<b>rekomendacja</b>	Trzymaj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Redukuj
<b>data wydania</b>	2009-03-16	2009-06-04	2009-08-28	2009-09-04	2009-11-04
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	4,41	6,99	6,73	6,09	6,30
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	23176,70	31030,61	37837,39	36009,43	37391,24

**TVN**

<b>rekomendacja</b>	Trzymaj	Redukuj	Trzymaj	Trzymaj	Akumuluj	Zawieszona	Akumuluj
<b>data wydania</b>	2009-06-04	2009-06-15	2009-07-01	2009-08-25	2009-09-04	2009-11-09	2009-11-10
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	12,10	12,38	10,02	15,96	13,40	14,10	13,65
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	31030,61	32362,67	30419,03	38744,26	36009,43	38524,56	39683,10



**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 stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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

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

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

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczył, 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: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrolagic, Magellan, Mieszko, Mondy, Nepentes, Optopol, Pemug, Polimex-Mostostal, Torfarm.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: 05 NFI, Agora, Ambra, Arkus, ASPA, Bakalland, BIAFORM, BRE Bank, Cegielnie Bydgoskie, Centromor, Computerland, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Energoaparatura, Erbud, ERGIS-EUROFILMS, Es-System, Farmacol, FAT, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Intergroclin Auto, Izo-Erg, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odlewnia Żeliwa, Odratrans, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Przedsiębiorstwo Robót Kolejowych 7, RYFAMA, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Techmex, Torfarm, Unibep, WAN, WSiP, ZA Puławy, ZUGIL.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klima, LW Bogdanka. Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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

W związku z powyższym - w ocenie DI BRE Banku S.A. - Przeгляд 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.