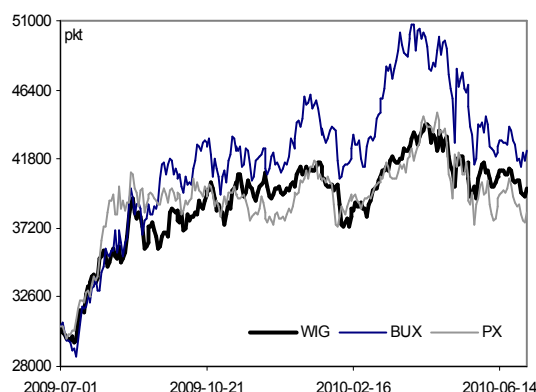


5 lipca 2010


Rynek akcji
Makroekonomia

WIG	39 805
Średnie P/E 2010	13,8
Średnie P/E 2011	11,9
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	1 608 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

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

Komentarz makroekonomiczny Makroekonomiści BRE Banku

Opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny

Lipiec 2010

Rynek akcji

Obserwowane ożywienie w przemyśle potrwa tak długo jak pozwoli na to popyt a ten zdaje się słabnąć po tym jak wygasają kolejne programy stymulacyjne. WIG20 osiągnie poziom 2100 punktów i dlatego rekomendujemy przeważanie spółek defensywnych kosztem banków i surowców. Spośród *blue chips* za najbardziej atrakcyjne nadal uważamy: PGNiG i TPSA.

Ze spółek

Banki. W lipcu zaczyna się sezon publikacji za 1H'10. Oczekujemy utrzymania się podwyższonych rezerw (segment detaliczny). Presję na wzrost przychodów Q/Q wywierać będą spadające rynkowe stopy procentowe (marża depozytowa). Wzrost portfela kredytów jest przy tym znikomy (+1,4% YTD na koniec maja). Wysoki wzrost R/R, to zasługa niskiej bazy.

Paliwa. Znacznie mniejsza niż oczekiwano podaż akcji pracowniczych PGNiG powinna odblokować negatywne nastawienie inwestorów do tej Spółki, tym bardziej, że koncern może w najbliższych miesiącach coraz aktywniej prezentować swoje zagraniczne aktywa wydobywcze. Nadal utrzymujemy natomiast negatywną rekomendację dla Lotosu.

Energetyka. Zakończona oferta Taurona powinna zmienić utrzymujący się od kilku miesięcy negatywny sentyment w sektorze energetycznym. Najciekawsze perspektywy wzrostu wyników prezentuje naszym zdaniem PGE, ale potencjał wzrostowy dostrzegamy również w akcjach Enei, szczególnie po eliminacji ryzyka zakupu PAK.

Telekomunikacja. Przy DY powyżej 10%, akcje TP są atrakcyjną inwestycją. W 2H otoczenie regulacyjne i konkurencyjne, w którym działa operator, ustabilizuje się. TP zawalczy o rynek.

Media. Rynek reklamowy powinien sprzyjać notowaniom Agory i TVN. W przypadku Cyfrowego Polsatu za czynnik sprzyjający notowaniom uważamy dalszy rozwój oferty internetowej. Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do sektora mediów.

Informatyczne. Spadki kursów skłoniły nas do podniesienia rekomendacji dla Actionu i Comarchu. Za najatrakcyjniejsze inwestycyjnie spółki nadal uważamy AB, Asseco Poland i Sygnity.

Górnictwo i metale. Rynek metali przemysłowych wchodzi w okres letniego osłabienia popytu, co w połączeniu ze spowalniającą gospodarką chińską (40% światowego popytu) powinno przekładać się na dalszy spadek cen na LME. W krótkim okresie oznacza to presję podaży na akcje KGHM.

Przemysł. Stosunkowo słabo w bieżącym miesiącu kształtować się powinny papiery Cersanitu, ze względu na prognozowaną ujemną wycenę kredytów w 2Q10 (-88 mln PLN) i wysokie wskaźniki rynkowe na bieżący rok (P/E 16,0 EV/EBITDA 9,2).

Budownictwo. Najbardziej atrakcyjne są naszym zdaniem spółki z ekspozycją na inwestycje energetyczne (Rafako, Polimex Mostostal, Mostostal Warszawa). Negatywnie postrzegamy Budimex i PBG.

Deweloperzy. Przecena na GPW wykreowała atrakcje inwestycyjne w sektorze. Największą z nich jest naszym zdaniem Polnord. Pozytywnie oceniamy też Dom Development. Nie dostrzegamy potencjału wzrostowego w GTC i J.W. Construction.

Rekomendacje. W raporcie miesięcznym podwyższamy rekomendację dla spółek: Action (Akumuluj), Budimex (Redukuj), Comarch (Trzymaj), Dom Development (Akumuluj), Erbud (Akumuluj), Rafako (Kupuj), Ulma Construccjon Polska (Akumuluj).

Spis treści

1. Rynek akcji	3
2. Makroekonomia	5
3. Aktualne rekomendacje DI BRE	7
4. Statystyki rekomendacji	8
5. Banki.....	9
5.1. BZ WBK	14
5.2. Getin	16
5.3. Handlowy	18
5.4. ING BSK	19
5.5. Kredyt Bank	20
5.6. Millennium	21
5.7. Pekao	22
5.8. PKO BP	23
6. Ubezpieczyciele	25
6.1. PZU	25
7. Paliwa, chemia.....	26
7.1. Ciech	27
7.2. Lotos	28
7.3. PGNiG	29
7.4. PKN Orlen	32
7.5. Police	33
7.6. ZA Puławy	34
8. Energetyka.....	35
8.1. CEZ	35
8.2. Enea.....	36
8.3. PGE	37
9. Telekomunikacja	38
9.1. Netia	38
9.2. TP SA	39
10. Media	40
10.1. Agora	41
10.2. Cyfrowy Polsat.....	42
10.3. TVN	43
11. IT	44
11.1. AB.....	45
11.2. Action.....	45
11.3. Asbis	46
11.4. Asseco Poland	47
11.5. Comarch	49
11.6. Komputronik.....	50
11.7. Sygnity.....	52
12. Górnictwo i metale	54
12.1. KGHM	54
12.2. LW Bogdanka	55
13. Przemysł.....	56
13.1. Astarta	57
13.2. Cersanit.....	59
13.3. Famur	60
13.4. Kęty	62
13.5. Kopex	63
13.6. Mondi	65
14. Budownictwo	66
14.1. Budimex	69
14.2. Centrum Klima	70
14.3. Elektrobudowa	71
14.4. Erbud	72
14.5. Mostostal Warszawa	73
14.6. PBG	74
14.7. Polimex Mostostal	76
14.8. Rafako	77
14.9. Trakcja Polska	78
14.10. Ulma Construcccion Polska	79
14.11. Unibep	80
15. Deweloperzy	81
15.1. Dom Development	83
15.2. GTC	84
15.3. J.W. Construction.....	85
15.4. Polnord	86
16. Handel	88
16.1. Emperia Holding	88
16.2. Eurocash	88

Rynek akcji

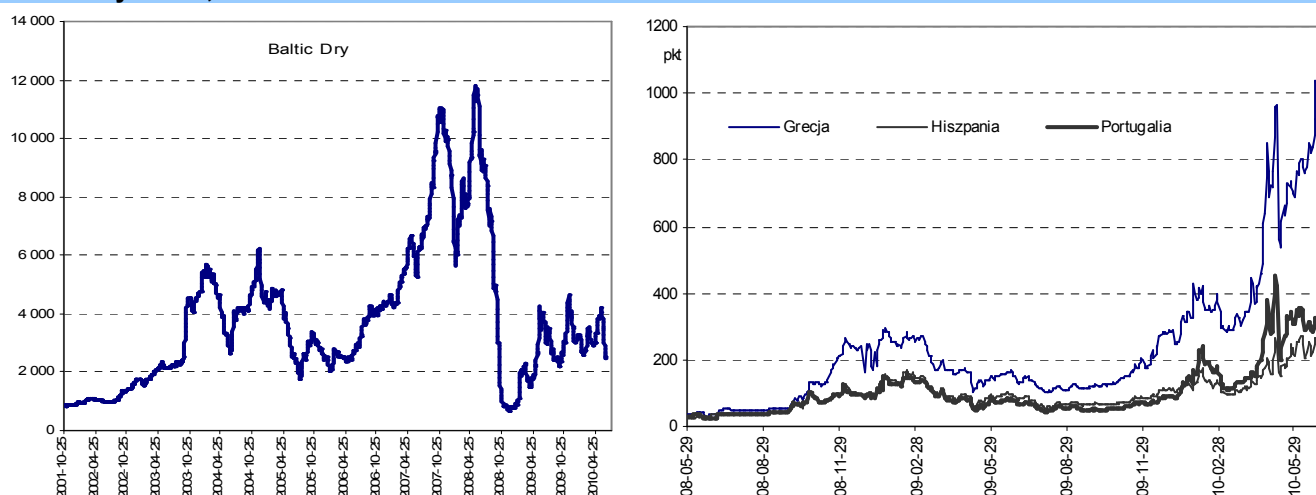
Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, czerwiec rozpoczął się korektą wcześniejszych spadków i był to dobry czas na zmniejszenie zaangażowania w akcje. Słabe dane makro z rynku nieruchomości, rynku pracy i PKB za 1Q w USA, słabe dane dotyczące konsumpcji od USA, przez Europę aż po Japonię, coraz wyraźniejsze hamowanie gospodarki chińskiej, kolejne problemy fiskalne krajów europejskich i rozczarowanie szczytem G20, to główne czynniki wpływające na wyprzedaż akcji na rynkach światowych. Podtrzymujemy opinię, że przed nami okres obniżania prognoz wzrostu gospodarczego na drugie półrocze i przyszły rok (wytracanie dynamiki ożywienia w przemyśle), co będzie negatywnie wpływać na decyzje inwestorów. W czerwcu WIG20 spadł o 6,7%, warto jednak zwrócić uwagę na to, że szczególnie pod koniec miesiąca GPW oraz inne giełdy w regionie były jednymi z najsilniejszych rynków na świecie. Częściowo może tłumaczyć to fakt, że z perspektywy inwestorów zagranicznych rynki te silniej przeceniają się w walucie obcej (waluty regionu tracą do USD i EUR), co z kolei stymuluje poprzez eksport gospodarki krajów regionu. Na obecną chwilę dane makro w regionie – szczególnie w Polsce (PMI, rynek pracy, konsumpcja) – nadal prezentują się relatywnie dobrze. Nie mamy jednak wątpliwości, że przy obecnie bardzo silnej zależności gospodarek i korelacji rynków finansowanych, dalsze pogarszanie się sytuacji makro w krajach rozwiniętych – z opóźnieniem przełoży się na sytuację w regionie. Znowu punktem zapalnym mogą być banki, które w przypadku dalszego osłabiania się walut w regionie – szczególnie do CHF – mogą powtórzyć scenariusz z 2008 roku. Nie zmieniamy naszej rekomendacji dotyczącej rynku. Uważamy, że WIG20 osiągnie poziom 2 100 punktów i dlatego rekomendujemy przeważanie spółek defensywnych kosztem banków i surowców. Spośród *blue chips* za najbardziej atrakcyjne nadal uważamy: PGNiG i TPSA.

Obserwowane ożywienie w przemyśle potrwa tak długo jak pozwoli na to popyt a ten zdaje się słabnąć po tym jak wygasają kolejne programy stymulacyjne. Najlepszym przykładem jest tu 30% spadek sprzedaży nowych aut w Niemczech, odkąd skończyły się dopłaty państwa do kupna nowego samochodu w zamian za złomowanie co najmniej 9 letniego pojazdu. W przyszłym roku wygasa program ulg podatkowych wprowadzonych przez Busha, co - jeżeli nie zostanie przedłużony (tu problem z budżetem) - będzie oznaczało efektywny wzrost podatków. Na przykładzie amerykańskim negatywny wpływ na gospodarkę zakończenia programów stymulacyjnych najlepiej widać na przykładzie rynku nieruchomości (w ostatnich tygodniach spadek sprzedaży nowych domów do 300 tys., liczby rozpoczętych budów poniżej 600 tys.).

W ostatnich miesiącach pomimo pozytywnych sygnałów płynących ze wskaźników opisujących sentyment konsumenta, sprzedaż detaliczna rozczarowuje – uwzględniając niską bazę porównawczą z ubiegłego roku. W USA wprawdzie dynamika r/r w maju wyniosła 6,9% ale baza porównawcza notowała 10% spadek vs. maj 2008. W Europie kwietniowa sprzedaż detaliczna była o 1,8% mniejsza w ujęciu r/r. Niemcy zweryfikowali wcześniejsze dane o kwietniowej sprzedaży w dół a jej majowy poziom był o ponad 2% niższy niż w maju 2009. Wszystko więc wskazuje na to, że pozytywne wskazania wskaźników sentymentu, np. Conference Board przekładają się tylko w części na wzrost konsumpcji a w istotnej części na rosnącą skłonność do oszczędności (gospodarstwa domowe nadal delewarują się). Do zachowań konsumentów dochodzi efekt zapowiadanych oszczędności m.in. w dwóch największych europejskich gospodarkach: Niemczech i Wielkiej Brytanii (co wywołuje silną negatywną reakcję USA), co dopiero w przyszłości przełoży się na realną gospodarkę. Ostatnie odczyty wskaźników sentymentu konsumentów (spadek Conference Board do 52,9 z 62,7 pkt w maju) zapowiadają dalsze pogorszenie się popytu a w efekcie wyhamowanie ożywienia produkcji przemysłowej.

Szczyt krajów G20, który miał przynieść pomysł jak rozwiązać kwestię obecnego kryzysu fiskalnego rozczarował. Poza niewiele wnoszącymi deklaracjami o ograniczeniu do 2013 roku deficytów budżetowych krajów G20 o połowę, nie przedstawiono żadnych szczegółów dotyczących konsekwencji niewywiązania się z takich zobowiązań. Obecnie inwestorzy koncentrują się na niemal każdej aukcji długu najbardziej zagrożonych krajów: Grecji, Hiszpanii, Portugalii czy Włoch. Brak popytu inwestorów na rolowanie obligacji wymienionych krajów nie oznaczałby utraty płynności, bo tę zapewnia program zaaplikowany przez UE/MFW, ale wpłynąłby na wzrost awersji do ryzyka. To jak inwestorzy oceniają stabilność finansową wspomnianych krajów najlepiej oddają poziomy notowań CDS, które pomimo udostępnienia tym krajom dostępu do funduszu ratunkowego UE/MFW utrzymują się na poziomach sprzed decyzji o utworzeniu funduszu. Zwracamy również uwagę na słabe zachowanie się indeksu Baltic Dry, który podaje ceny frachtów na Bałtyku, i który od kilku tygodni spada. Indeks jest dobrym barometrem koniunktury w gospodarce.

Baltic Dry Index, notowania CDS



Źródło: Bloomberg

Pozytywny wpływ na sentyment inwestorów miała decyzja Chin o dopuszczeniu możliwości aprecjacji kursu juana (po trzech latach sztywnego kursu), co ma szerokie implikacje dla gospodarki światowej. Teoretycznie powinno zmniejszyć to nierównowagę w bilansie handlu zagranicznego (nadwyżka krajów azjatyckich i wydobywających ropę naftową z deficytami krajów zachodnich) – przede wszystkim na korzyść USA. Zmniejszenie nadwyżki eksportowej Chin to również mniejsza presja na stopy procentowe w tym kraju i konieczność tą drogą chłodzenia gospodarki. USD powinien tracić na wartości, bo przestanie działać efekt dolara jako bezpiecznej zatoki w okresie podwyższonego ryzyka. W praktyce naszym zdaniem skala aprecjacji juana na jaką zezwolą Chiny będzie niewielka (w opinii makroekonomistów juan jest niedowartościowany w stosunku do USD o 25-30%) i oczekiwany efekt nie zostanie osiągnięty w krótkim okresie, co dosyć szybko zaczęły również dyskontować rynki finansowe. Skokowy wzrost wartości chińskiej waluty przełożyłby się na zbyt silny spadek eksportu (przy i tak słabym popycie w krajach docelowych dla eksportu chińskiego), żeby mógł on zostać skompensowany popytem wewnętrznym (który rośnie, ale w dużej mierze w oparciu o kredyt).

Wzrost awersji do ryzyka inwestycyjnego umacnia USD, ale biorąc pod uwagę strukturalne problemy również USA, głównym beneficjentem tej sytuacji jest frank szwajcarski, który tylko w czerwcu umocnił się do PLN o 8,7%. Utrzymanie tego trendu może wywołać obawy o sytuację banków w regionie, co inwestorzy przerabiali już w roku 2008.

Sytuacja banków w regionie

	Kredyty nieregularne (% wszystkich)	Wzrost kredytów dla sektora prywatnego (% r/r)	Kredyty w walutach obcych (% wszystkich)	Zewnętrzne zadłużenie banków (% PKB)	Kredyty/depozyty
Turcja	3,9	42,3	26,4	4,6	0,6
Polska	8,0	0,7	31,9	7,0	1,1
Czechy		1,5	14,8	7,5	0,8
Słowacja	5,7	2,7	1,0	4,3	0,9
Węgry	18,0	-8,1	61,9	11,7	1,4
Rumunia	17,5	1,2	61,0	5,5	1,2
Bułgaria	13,7	3,6	59,1	20,5	1,4
Estonia	11,8	-3,4	88,6	36,0	1,6
Łotwa	17,9	-6,4	92,3	30,1	2,4
Litwa	8,2	-6,6	73,6	10,3	1,7
Rosja	6,4	-8,0	29,5	2,2	1,5

Źródło: Capital Economic

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

Makroekonomia

Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna wzrosła w maju nieoczekiwanie o 4,3% w ujęciu rocznym (konsensus rynkowy 3,1%). Część wzrostu wynika – jak sygnalizowaliśmy wcześniej – z wyczyszczenia efektu bazowego związanego z Wielkanocą (oraz po części żałobą narodową), który szacujemy na około +3-4pp. Wyższa dynamika sprzedaży stoi natomiast w sprzeczności z publikowanymi indeksami koniunktury oraz notowaną przez MF bardzo niską dynamiką wpływów z podatku VAT. Przechodząc do szczegółów, pozytywne niespodzianki odnotowano w kategorii sprzedaż samochodów (+6,9% r/r wobec -7,6% w kwietniu), sprzedaż mebli, RTV i AGD (+24,4% r/r wobec 18,8% r/r w kwietniu) oraz kategoria pozostałe (+4,8% wobec -10% w kwietniu), odzież i obuwie (7,5% wobec -6,3%). Kompozycja wzrostów sugerowałaby, że odbudowa majątku po powodzi właśnie się rozpoczęła i powinna trwać w kolejnych miesiącach. Biorąc pod uwagę optymizm konsumentów oraz wyraźną poprawę na rynku pracy nie widzimy w bieżącym momencie istotnych czynników, które mogłyby w kolejnych miesiącach hamować wzrosty sprzedaży detalicznej.

Produkcja przemysłowa

W maju roczna dynamika produkcji przemysłowej wzrosła do 14,0% z 9,7% zanotowanych w kwietniu. Ponad 15% r/r wzrost zanotowano w przetwórstwie przemysłowym. W ujęciu odsezonowanym dynamika roczna 10,9% w porównaniu z 8,8% zanotowanymi w kwietniu. Podkreślić należy, że wysokim wzrostom produkcji przemysłowej towarzyszyły gorsze wskazania badań koniunktury. Również powódź, wbrew doniesieniom medialnym, okazuje się nie mieć większego wpływu na polski przemysł. Wzrosty produkcji zanotowano w 25 z 34 sekcji przemysłu. Struktura wzrostu produkcji (elektronika ponad 95% wzrost r/r, komputery, metale) wskazuje, że polski przemysł podlega coraz większemu wpływom ożywienia w napędzanej eksportem gospodarce niemieckiej. Dużą rolę może odgrywać ciągle słabszy złoty poprawiający konkurencyjność cenową polskiego eksportu. Tendencja ta ma szansę utrzymać się w kolejnych miesiącach. Przechodząc do szacunków PKB za II kw., dynamika może okazać się niższa niż ta notowana w I kw. Należy pamiętać, że wzrostowi produkcji przemysłowej towarzyszyć mógł zastój inwestycji infrastrukturalnych (podobnie jak w I kw. ze względu na warunki pogodowe). W maju wzrost produkcji budowlanej wyniósł 2,3% r/r. Ceny produkcji sprzedanej przemysłu w maju wzrosły o 1,6% w stosunku do kwietnia; w ujęciu rocznym wzrosły 1,5%. Ceny w kluczowym przetwórstwie przemysłowym wzrosły aż o 1,8% w ujęciu miesięcznym po wzroście o 1,2% w kwietniu. Jedynie 0,1pp. z odnotowanego wzrostu przetwórstwa przemysłowego w ujęciu miesięcznym wynikało z podniesienia cen energii (kategoria produkcja koksu i rafinacja ropy naftowej wzrosła o 3,6%), reszta odpowiada podwyżkom odnotowanym w kategoriach bazowych. Drugi z kolei silny wzrost bazowych cen producentów obrazuje prawdopodobnie transmisję efektów osłabienia złotego, który okazał się mieć trwały wpływ na nagłe podniesienie oczekiwań cenowych producentów. Oczekujemy, że wzrost cen producentów to początek dłuższej tendencji, warunkowanej przede wszystkim wyhamowaniem (wypłaszczeniem) tendencji aprecjacyjnej złotego. Z tego powodu niewykluczone, że ceny producentów będą rosły w kolejnych miesiącach, choć na razie mechanizm ich transmisji na CPI pozostaje przytłumiony i dodatkowo maskowany silnymi efektami bazowymi na inflacji konsumenckiej. Uważamy, że efekt przyspieszenia cen konsumenckich będzie bardziej widoczny w drugiej połowie roku.

Deficyt na rachunku obrotów bieżących

Saldo na rachunku obrotów bieżących ukształtowało się w kwietniu na ujemnym poziomie - 424 mln EUR, poniżej konsensusu rynkowego. Poprzednie dane dotyczące rachunku obrotów bieżących zostały poddane minimalnym zmianom, które można uznać za zanedbywane. Z punktu widzenia poszczególnych składowych rachunku bieżącego trudno mówić o wykrystalizowaniu się jakiegokolwiek nowej tendencji, większość agregatów zachowała się zgodnie z oczekiwaniami. W szczególności zawężeniu uległ deficyt na rachunku handlowym (-368 mln EUR wobec -514 mln EUR w marcu), nieznacznie niżej ukształtowało się saldo usług (207 mln EUR wobec 350 mln EUR w marcu – w wyższym odczycie „skorygowała” się sezonowa anomalia z marca. Za niespodziankę można uznać saldo dochodów, które ukształtowało się na wyższym niż w marcu poziomie (-809 mln EUR wobec -1010 mln EUR), za zgodne z oczekiwaniami można uznać dane o transferach bieżących. Oczekiwane przez nas nieznaczne zawężenie deficytu na rachunku handlowym faktycznie nastąpiło. Niemniej jednak można je uznać za zjawisko tymczasowe. Kształtowanie się salda wymiany handlowej w drugiej połowie roku będzie wypadkową zjawisk typowych dla bardziej dojrzałej fazy ożywienia gospodarczego (rosnąca konsumpcja i rosnący import zaopatrzeniowy – wspomagany dodatkowo przez odbudowę po powodzi, między innymi pochodzące głównie z importu trwale dobra konsumpcyjne) oraz kursu złotego, który niezaprzeczalnie podlega wpływowi wcześniejszych działań NBP oraz globalnym zmianom awersji do ryzyka. Tendencje obserwowane na bilansie handlowym będą główną determinantą zachowania całego rachunku bieżącego. Spodziewamy się, że relacja deficytu na rachunku bieżącym do PKB wyniesie w

2010 roku -2,7%. Zaznaczamy przy tym, że rosnący deficyt nie będzie hamulcem PKB (w sensie statystycznym), choć jak już wcześniej wspominaliśmy – z uwagi na mocny spadek inwestycji w I kwartale oraz niekorzystny spłot wydarzeń w II kwartale dynamika PKB w II kwartale przejściowo się obniży. Rolę siły napędzającej wzrost od III kwartału przejmą wyraźnie elementy krajowe: w pierwszej kolejności inwestycje (najpierw infrastrukturalne, potem dodatkowo wsparte przez prywatne, w maszyny i urządzenia + odbudowa popowodziowa), a następnie konsumpcja indywidualna. Z uwagi na ożywienie obserwowane po stronie podaży oczekujemy też silnej odbudowy zapasów.

Inflacja

W maju roczny wskaźnik inflacji obniżył się z 2,4% do 2,2% r/r (oczekiwano 2,3%, prognoza MinFin 2,1%). Na rozbieżności między inflacją zrealizowaną, a prognozą MinFinu i konsensusem rynkowym zaważyły ceny żywności. Ceny żywności wzrosły o 0,7% m/m (prognoza MinFin zakładała jedynie 0,1% wzrost, konsensus rynkowy wzrost przekraczający 1,5%). Przed publikacją danych wskazywaliśmy na ryzyko dla prognoz rynkowych związane z faktem, że MinFin wykorzystuje dane o cenach żywności z GUS za I połowę miesiąca, stąd margines błędu szacunku za cały miesiąc jest ograniczony. Ceny paliw wzrosły o 2,4% m/m. W pozostałych kategoriach widać odłożone efekty niższej presji popytowej (ustabilizowały się ceny w kategoriach takich jak łączność, kultura, rekreacja i edukacja). Ceny w kategoriach restauracje i hotele oraz użytkowanie mieszkania wzrosły odpowiednio o 0,3 i 0,2% m/m. Roczna dynamika inflacji bazowej (po wyłączeniu cen energii i żywności) spadła w maju z 1,9% do 1,6-1,7% r/r. W najbliższych 2 miesiącach obserwować powinniśmy dalsze nieznaczne spadki rocznego wskaźnika inflacji (szacujemy, że w czerwcu roczny wskaźnik wyniesie 1,9-2,0%). Na taką ścieżkę inflacji może wpłynąć systematyczny wzrost cen paliw i ostatnio obserwowane osłabienie złotego (prawdopodobnie wpływające na marże importerów). Ciągłe jednak widzimy szanse na warunkowany bazą statystyczną spadek inflacji do poniżej 2% w lipcu. Od jesieni spodziewamy się systematycznego wzrostu wskaźnika rocznego inflacji, co będzie pochodną dobrej sytuacji na rynku pracy oraz efektów polityki kursowej NBP. Nie zmieniamy naszego poglądu, że procesy inflacyjne, a być może i sytuacja na rynkach finansowych wymuszają zacieśnienie monetarne.

Deficyt budżetowy

Po maju deficyt budżetowy wzrósł do poziomu 32,14 mld PLN, co stanowi 61,6% planowanej na cały rok wielkości deficytu. Według rządowego harmonogramu wykonania budżetu deficyt w maju miał wprawdzie sięgnąć 36 mld PLN, pozytywną niespodzianką było jednak kwietniowe, nie majowe wykonanie. Po maju dochody budżetu wyniosły 96,7 mld PLN (38,9% wielkości zaplanowanej na cały rok). W oczy rzuca się przede wszystkim zmniejszenie dynamiki wybijających się jak dotąd wpływów z tytułu VAT (są one większe po maju o ponad 3,6 mld PLN niż w analogicznym okresie poprzedniego roku, jednak ich dynamika spada). Nieprzerwanie rozczarowują wpływy z PIT i CIT. Po pięciu miesiącach 2010 roku wpływy z tytułu PIT są mniejsze o ponad 1,1 mld PLN niż w analogicznym okresie 2010 roku. Wpływy z CIT są niższe o ponad 3 mld PLN. Po stronie wydatkowej obserwowaliśmy w maju dalszy szybki wzrost dotacji dla FUS i samorządów. W kolejnych miesiącach należy liczyć się z przyspieszeniem wydatków w związku z usuwaniem skutków powodzi. Uważamy, że rządowi trudno będzie uniknąć nowelizacji budżetu (w wersji najbardziej optymistycznej polegałaby ona na przesunięciu wydatków przy zachowaniu poziomu deficytu na dotychczas planowanym poziomie). Przy samej nowelizacji duży wpływ na zachowanie rynków będzie miał moment jej przeprowadzenia i jak zwykle sposób komunikacji z rynkami (kumulacja emisji w czerwcu wskazuje, że najbliższy okres może nie być dobry do tak kontrowersyjnych działań). Strona dochodowa i nadzwyczajne wydatki budżetu wskazują, że szanse na lepsze niż planowano wykonanie budżetu za 2010 roku maleją. Coraz większym ryzykiem dla polskich obligacji jest również brak popartej odpowiednimi ustawami średniookresowej ścieżki redukcji deficytu (programy takie wdrożone zostały choćby w krajach peryferii strefy euro).

Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa	Cena bieżąca	Data wydania	Cena w dniu wydania	P/E 2010
AB	Akumuluj	18,80	16,27	2010-05-06	16,90	9,5
ACTION	Akumuluj	18,49	17,10	2010-07-05	17,10	10,9
AGORA	Trzymaj	25,20	24,00	2010-05-27	24,76	20,6
ASBIS	Trzymaj	4,69	4,37	2010-05-10	4,65	9,7
ASSECO POLAND	Kupuj	72,10	54,80	2010-04-06	57,60	12,6
ASTARTA	Sprzedaj	45,83	58,00	2010-05-11	57,50	4,5
BUDIMEX	Redukuj	78,30	89,90	2010-07-05	89,90	12,4
BZWBK	Trzymaj	200,50	187,80	2010-04-07	216,50	13,8
CENTRUM KLIMA	Kupuj	14,65	11,60	2010-05-06	12,00	12,4
CERSANIT	Trzymaj	13,43	13,55	2010-06-04	14,00	16,0
CEZ	Trzymaj	140,30	140,40	2010-03-03	133,90	9,9
CIECH	Kupuj	39,20	24,61	2010-06-02	27,00	9,7
COMARCH	Trzymaj	93,10	81,00	2010-07-05	81,00	16,4
CYFROWY POLSAT	Akumuluj	16,60	14,48	2010-03-25	15,79	12,8
DOM DEVELOPMENT	Akumuluj	50,10	44,80	2010-07-05	44,80	41,1
ELEKTROBUDOWA	Trzymaj	169,20	166,90	2010-03-12	171,00	16,1
EMPERIA HOLDING	Trzymaj	81,60	86,90	2010-03-09	77,50	17,0
ENEA	Kupuj	21,24	17,87	2010-06-02	18,17	12,1
ERBUD	Akumuluj	54,60	50,00	2010-07-05	50,00	12,3
EUROCASH	Redukuj	18,60	21,30	2010-05-06	20,61	22,9
FAMUR	Trzymaj	2,03	1,85	2010-05-28	2,00	15,6
GETIN	Trzymaj	10,34	9,40	2010-05-06	10,19	12,3
GTC	Trzymaj	23,90	22,51	2010-05-28	23,80	6,5
HANDLOWY	Kupuj	87,10	70,00	2010-06-02	75,00	14,4
ING BSK	Trzymaj	749,00	740,00	2010-04-07	766,00	14,2
J.W. CONSTRUCTION	Trzymaj	15,10	16,39	2010-04-13	15,65	7,8
KĘTY	Trzymaj	120,36	101,80	2010-02-24	115,00	10,6
KGHM	Trzymaj	96,10	91,00	2010-05-27	93,70	5,5
KOMPUTRONIK	Trzymaj	11,56	11,85	2009-12-08	11,39	12,9
KOPEX	Trzymaj	18,46	17,30	2010-05-28	18,90	16,0
KREDYT BANK	Trzymaj	15,30	15,45	2010-04-07	14,60	32,6
LOTOS	Redukuj	26,50	28,86	2010-04-07	31,40	9,6
LW BOGDANKA	Kupuj	80,70	75,50	2010-05-19	72,45	13,8
MILLENNIUM	Akumuluj	5,31	4,32	2010-04-27	4,84	17,7
MONDI	Trzymaj	67,30	69,95	2010-06-02	67,90	17,9
MOSTOSTAL WARSZAWA	Akumuluj	76,80	67,90	2010-05-06	68,30	12,6
NETIA	Trzymaj	4,30	4,83	2009-11-06	4,36	50,2
PBG	Redukuj	194,00	212,70	2010-06-02	213,40	14,1
PEKAO	Trzymaj	172,80	158,00	2010-03-05	165,50	15,6
PGE	Kupuj	27,90	21,00	2010-03-30	23,00	11,6
PGNiG	Kupuj	4,32	3,45	2010-06-14	3,45	12,1
PKN ORLEN	Trzymaj	40,20	36,98	2010-04-08	39,40	10,2
PKO BP	Trzymaj	40,10	36,70	2010-03-17	39,07	14,8
POLICE	Trzymaj	5,50	4,65	2010-06-02	5,39	
POLIMEX MOSTOSTAL	Kupuj	5,16	4,40	2010-06-02	4,44	13,0
POLNORD	Kupuj	51,60	33,40	2010-06-02	37,70	21,6
PZU	Trzymaj	358,80	354,00	2010-05-11	312,50	13,5
RAFAKO	Kupuj	14,00	11,95	2010-07-05	11,95	16,2
SYGNITY	Kupuj	18,20	13,90	2010-03-02	12,57	
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Akumuluj	16,10	14,60	2010-04-23	16,35	17,0
TRAKCJA POLSKA	Trzymaj	4,16	4,19	2010-05-06	4,14	16,9
TVN	Trzymaj	16,69	16,01	2010-05-19	18,00	19,0
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	Akumuluj	82,20	73,00	2010-07-05	73,00	15,4
UNIBEP	Akumuluj	9,00	8,08	2010-05-14	7,90	14,0
ZA PUŁAWY	Trzymaj	72,05	64,90	2010-01-06	80,90	15,0

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
PGNiG	Kupuj	Kupuj	4,32	2010-06-14

Zmiany rekomendacji w Przeglądzie Miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
ACTION	Akumuluj	Trzymaj	18,49	2010-07-05
BUDIMEX	Redukuj	Sprzedaj	78,30	2010-07-05
COMARCH	Trzymaj	Redukuj	93,10	2010-07-05
DOM DEVELOPMENT	Akumuluj	Trzymaj	50,10	2010-07-05
ERBUD	Akumuluj	Trzymaj	54,60	2010-07-05
RAFAKO	Kupuj	Trzymaj	14,00	2010-07-05
ULMA CONSTRUCCION PL	Akumuluj	Trzymaj	82,20	2010-07-05

Statystyka rekomendacji

Wszystkie						Dla emitentów związanych z DI BRE Bankiem S.A.				
Statystyka	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
liczba	1	4	28	10	12	0	0	8	3	8
procent	1,8%	7,3%	50,9%	18,2%	21,8%	0,0%	0,0%	42,1%	15,8%	42,1%

Banki

KNF: Zysk netto banków wzrósł o 20% do 3,7 mld PLN w okresie I – IV'2010

Zastępca dyrektora Pionu Nadzoru Bankowego Krzysztof Krzysztof Broda poinformował, że zysk netto banków wzrósł do 3,7 mld PLN (o około 20% R/R) w pierwszych czterech miesiącach br. dzięki niższym odpisom i wyższemu wynikowi z odsetek. Jego zdaniem ta tendencja powinna być utrzymana i wzrost w całym roku powinien być podobny albo nawet nieco wyższy. Rezerwy, które sięgnęły 3,6 mld PLN po czterech miesiącach tego roku spadną i ustabilizują się na poziomie poniżej 3,0 mld PLN w następnym kwartale, powiedział Broda. Dodał, że wciąż jednak złe kredyty, których wartość wzrosła do 53,7 mld PLN na koniec kwietnia wobec 49,4 mld PLN na koniec grudnia 2009 r. stanowią 8,3% całego portfela i mogą nadal rosnąć. W ocenie przedstawiciela KNF, sytuacja na krajowym rynku kredytowym może niepokoić, gdyż banki zwiększają liczbę kredytów hipotecznych udzielanych w złotych i podnoszą akceptowany poziom LTV, co stanowi zagrożenie dla kredytobiorców. Dodał, że nadzór może wprowadzić więcej regulacji w tym zakresie. Bezpiecznym poziomem LTV jest ok. 80%, ale wiele banków znacznie go przekracza. Dobre informacje z sektora bankowego. Obserwowane obecnie trendy, jak i oczekiwania nadzoru są zgodne z naszymi oczekiwaniami. Zakładamy poprawę zysku netto pokrywanych banków o 29% R/R. Uważamy, że głównym motorem wzrostu wyniku w tym roku będą rosnące przychody, przede wszystkim za sprawą wyniku odsetkowego. Oczekujemy utrzymania się dość wysokiego poziomu kosztów ryzyka kredytowego, choć niższego niż w 2009 roku. Oczekujemy, że wskaźnik kredytów nieregularnych do kredytów ogółem na koniec 2010 roku sięgnie około 9%, a w tym roku głównym motorem wzrostu portfela należności nieregularnych będą gospodarstwa domowe.

Podaż pieniądza (M3) na koniec maja 2010

Maj przyniósł przyspieszenie w zakresie wzrostu podaży pieniądza M3, która wzrosła o 16,5 mld PLN m/m (+2,3% m/m, +2,4% YTD oraz 7,6% R/R). W kwietniu podaż pieniądza pozostała bz. m/m (0% m/m, 0% YTD i 6,1% R/R). Od strony podażowej wzrost to zasługa przede wszystkim wzrostu depozytów (+13,8 mld PLN). Portfel oszczędności gospodarstw domowych wzrósł o 3,6 mld PLN m/m (+0,9% m/m, +2,7% YTD oraz +9,2% R/R), po spadku o ponad 0,9 mld PLN w kwietniu br. Depozyty przedsiębiorstw wzrosły o 6,2 mld PLN m/m (+4% m/m, -2% YTD oraz +14,7% R/R). Pozostałe segmenty również zwiększyły portfel depozytów w szybszym tempie niż w kwietniu (+4 mld PLN m/m, +5% m/m, +6% YTD, ale -6% R/R). Wśród pozostałych segmentów, wszystkie zanotowały wzrost, z czego największy przypaść na niemonetarne instytucje finansowe (+1,76 mld PLN) oraz instytucje samorządowe (+1,47 mld PLN). Po stronie popytowej zanotowano wzrost należności o 16,3 mld PLN m/m (+2,3% m/m, +1,4% YTD oraz +5% R/R). Należności gospodarstw domowych zwiększyły się o 12,4 mld PLN m/m (+2,9% m/m, +5% YTD oraz +9,6% R/R). Należności przedsiębiorstw wzrosły o 3 mld PLN m/m (+1,4% m/m, -0,6% YTD oraz -6% R/R). Należności pozostałych segmentów wzrosły o 0,94 mld PLN (+1,8% m/m, -15% YTD oraz +22% R/R). Motorem wzrostu pozostałych segmentów pozostają instytucje samorządowe z dynamiką roczną na poziomie 39%, które jednak w maju nie zwiększały istotnie zadłużenia (+0,4 mld PLN). Niski wzrost od początku roku wynika ze spadku zadłużenia niemonetarnych instytucji finansowych (-7,2 mld PLN YTD, -25% YTD). Pozytywnie odbieramy wzrost bazy depozytowej w maju br. Uważamy, że do pewnego stopnia może być to efekt zakończenia oferty PZU. Część klientów detalicznych sprzedała akcje i część środków wróciła na depozyty. Podobne wytłumaczenie można mieć dla części wzrostu depozytów przedsiębiorstw, gdzie istotnym czynnikiem mogło być zaksięgowanie środków ze sprzedaży akcji Eureka. Po stronie kredytowej dynamika jest w dalszym ciągu dość niska. Przyspieszenie dynamik wzrostu w relacji do kwietnia zawdzięczamy przede wszystkim osłabieniu złotówki (+5,4% do franka szwajcarskiego i o 4,5% w stosunku do EUR).

Portfel kredytów mieszkaniowych w bankach

Portfel kredytów na nieruchomości w bankach wyniósł 237 mld PLN i wzrósł o 10 mld PLN w ciągu miesiąca (3,4 mld PLN w kwietniu). Dane te stanowią 99% wszystkich kredytów na nieruchomości udzielonych gospodarstwom domowym przez monetarne instytucje finansowe (w tym m.in. SKOK-i). Portfel kredytów na nieruchomości wzrósł o 6,6% Q/Q i 11% R/R. Portfel kredytów złotówkowych wzrósł o 6% Q/Q i 30% R/R, podczas gdy portfel kredytów denominowanych w obcych walutach wzrósł o 7% Q/Q i tylko 2% R/R. Kredyty złotówkowe stanowiły 37% całego portfela, podczas gdy na koniec maja ub.r. było to 32%. Bardzo dynamiczny wzrost portfela kredytów na nieruchomości to efekt dość mocnego osłabienia złotówki i wzrostu portfela kredytów walutowych. Portfel kredytów złotówkowych wzrósł o 1,8 mld PLN m/m (1,7 mld PLN w kwietniu), podczas gdy portfel kredytów denominowanych w walutach obcych wzrósł o 8,3 mld PLN (1,7 mld PLN w kwietniu). Złotówka osłabiła się względem franka szwajcarskiego o ponad 5%, podczas gdy w kwietniu osłabienie sięgnęło mniej niż 1%. Szacujemy, że po wyłączeniu efektu rewaluacji portfela kredytów walutowych, kredyty denominowane w obcych walutach wzrosły o 0,7 – 0,8 mld PLN, a wzrost całego portfela kredytów na nieruchomości sięgnął około 2,5 mld PLN. Jest to jednocześnie najwyższy poziom zrealizowany w tym roku (w kwietniu wzrost portfela kredytów po wyłączeniu efektu

rewaluacji szacowaliśmy na ok. 2,4 mld PLN). Sprawdzają się zatem oczekiwania, że po słabym początku roku (w styczniu i lutym br. obserwowaliśmy spadek sprzedaży, chociażby w relacji do 4Q09), wiosną nadejdzie ożywienie. Podtrzymujemy opinię, że sprzedaż kredytów hipotecznych w tym roku wyniesie około 45 mld PLN.

Wskaźnik Pengab w czerwcu spadł o 1,7 pkt do 30,3 pkt

Wskaźnik koniunktury bankowej Pengab spadł w czerwcu w stosunku do ostatniego majowego pomiaru o 1,7 pkt i wyniósł 30,3 pkt. Wskaźnik prognoz spadł o 3,2 pkt, natomiast wskaźnik ocen spadł o 0,2 pkt. Wg przedstawicieli Pentor, przeprowadzającego badania, jest to spadek o charakterze sezonowym, obserwowany co roku i Pengab nadal znajduje się w trendzie wzrostowym. Do spadku przyczyniła się głównie strona prognostyczna. Pengab utrzymał się na poziomie powyżej 30 pkt. Czekamy na odczyty kolejnych miesięcy. Na razie brak jest naszym zdaniem informacji w sektorze, które uzasadniałyby rosnący optymizm w placówkach. Nie ma również jednak powodów do obaw o wzrost wyniku sektora bankowego w tym roku.

W maju udzielono 571 mln PLN kredytów w programie „Rodzina na swoim”

BGK poinformowało, że w maju br. w ramach programu „Rodzina na swoim” udzielono ponad 3 tys. kredytów na łączną kwotę 571 mln PLN. W 2009 roku udzielonych zostało prawie 31 tys. takich kredytów na kwotę 5,42 mld PLN. BGK prognozuje, że w 2010 roku będzie ich około 40% więcej. Kredyt w ramach programu „Rodzina na swoim” jest dostępny w 19 bankach. Wyższa sprzedaż utrzymuje się. W pierwszym kwartale 2010 udzielono łącznie 1,44 mld PLN (średnio w miesiącu 480 mln PLN). W marcu natomiast sprzedaż sięgnęła 582 mln PLN. Biorąc pod uwagę ten fakt, można oczekiwać, że maj był udany dla całego rynku i sprzedaż kredytów hipotecznych łącznie mogła ukształtować się na podobnych poziomach jak wówczas. Podtrzymujemy opinię, że kredyty hipoteczne pozostaną motorem wzrostu całego portfela kredytów w sektorze w tym roku.

Stress – testy dla banków europejskich

Unijny szczyt zdecydował o upublicznieniu wyników stress – testów dla każdego kraju i każdej instytucji z osobna. Wyniki zostaną ujawnione w drugiej połowie lipca. Decyzja dotyczy 27 państw Unii, zatem również Polski. Naszym zdaniem wyniki testów nie mogą być bardzo złe, skoro zdecydowano się na ich ujawnienie. Uważamy, że rynek będzie pod presją związaną z ujawnieniem wyników. Z perspektywy polskich banków nie oczekujemy negatywnych niespodzianek, jako że baza kapitałowa polskich banków jest naszym zdaniem bezpieczna w relacji do prowadzonej skali działalności. Naszym zdaniem ważniejsze będą wyniki dotyczące inwestorów strategicznych polskich banków, co może uruchomić falę spekulacji rynkowych nt. ewentualnej sprzedaży aktywów w Polsce.

KE: nowe przepisy o zarządzaniu ponadgranicznymi grupami bankowymi

KE przygotowuje przepisy o zarządzaniu ponadgranicznymi grupami bankowymi. Otworzyłoby to drogę do nieograniczonego transferu aktywów ze spółek córek do spółek matek. Przewodniczący KNF obawia się, że takie transakcje mogłyby odbywać się z pokrzywdzeniem spółek córek. Umożliwiłyby prowadzenie transakcji wewnątrz grupy na zasadach nierynkowych, uzasadnionych działaniem w „interesie grupy”. Dodaje, że nadzór krajowy nie miałby możliwości zablokowania transferu aktywów i straciłby wpływ na poziom płynności, a w konsekwencji także na zachowanie wypłacalności. Wg *Parkietu* w rezolucji Parlamentu Europejskiego w tej sprawie znalazło się kilka punktów chroniących prawa krajów goszczących. Po pierwsze taki transfer nie może w żadnym wypadku zagrozić wypłacalności lub płynności, po drugie w przypadku tzw. banków systemowych (czyli działających w kilku krajach), ma być zapewnione „jasne, równe i przewidywalne traktowanie akcjonariuszy, deponentów, kredytodawców, pracowników, szczególnie w sytuacji wykonywania transferu w ramach grupy”. Rezolucja wzywa również KE do stworzenia mechanizmu, który będzie brał pod uwagę i chronił prawa krajów goszczących. Parlamentarna Komisja Spraw Gospodarczych i Monetarnych przyjęła projekt rezolucji. Rezolucja zostanie wzięta pod uwagę przez KE. Przepisy mają być gotowe w październiku. Negatywna informacja dla wszystkich banków giełdowych z kapitałem zagranicznym. Na razie jest to tylko projekt, jednak uważamy, że ich wprowadzenie mogłoby zostać negatywnie odebrane przez akcjonariuszy mniejszościowych. Do wprowadzenia nowych przepisów z uwzględnieniem rezolucji pozostaje to czynnikiem ryzyka. Nie mamy na myśli tylko nierynkowego mechanizmu transferu aktywów. Mówimy również o skali takich transferów. Brak ograniczeń może w większym stopniu wpływać na podaż kredytów ze strony banków działających w danym kraju, a to ma znaczenie dla gospodarki.

KNF mocno przeciwne kredytom w obcych walutach dla gospodarstw domowych

Komisja zapowiada, że jeśli obecne ograniczenia dla tego rodzaju kredytów nie przyniosą efektów, KNF może ich całkiem zakazać. Zdaniem komisji kredyt walutowy nie powinien być masowym produktem i powinien być skierowany do osób zarabiających w walucie lub osób świadomych zagrożeń związanych z tym produktem. Komisja wskazuje również na drugą stronę medalu, jaką są ryzyka dla banków tj. płynność w walucie. Nie jest wykluczone, że w

przyszłości nadzorca pójdzie w kierunku zmiany norm płynnościowych. Obecne normy dotyczą całości finansowania, bez podziału na waluty, a w przyszłości można wprowadzić odrębne normy w walutach. Kolejna możliwość ograniczania akcji kredytowej w walutach to podwyższenie wymagań dotyczących bezpieczeństwa kredytów (LTV). Komisja wspomina również o kapitałach, gdzie możliwe jest podniesienie wymogu kapitałowego, przy nadmiernej ekspozycji na kredyty walutowe. Komisja chce dostosować rekomendację S, do rekomendacji T (m.in. w zakresie spójności LTV w obu rekomendacjach). Zmiany mają być gotowe przed zimą. Uważamy, że kredyty walutowe nie przekroczą 1/3 ogólnego wolumenu sprzedaży kredytów hipotecznych. Naszym zdaniem zbyt ostre działania komisji mogą przyczynić się do większego apetytu na udzielanie tego rodzaju kredytów przez oddziały instytucji zagranicznych.

Nowa strategia BGK

Bank Gospodarstwa Krajowego chce stworzyć centrum rozliczeniowe dla ministerstw i agend rządowych stanowiąc dla nich instytucję pierwszego wyboru. Dziś BGK rozlicza dziennie ok. 15 tys. transakcji, w przyszłości liczba ma wzrosnąć do 0,5 mln, a może nawet do 1 mln. Ten plan ma zostać zrealizowany do końca 2014 roku. Na inwestycje, w tym głównie na nowe rozwiązania informatyczne, BGK chce przeznaczyć 100 mln PLN. Według nowej strategii ten państwowy bank ma skupić się na wspieraniu działań rządu, obsłudze instytucji państwowych, samorządów oraz zarządzaniu własnymi programami. Dla BGK nie będzie istotne finansowanie przedsiębiorstw, poza tymi, które należą do branż strategicznych: energetyki, usług komunalnych czy edukacji. Bank chce do końca 2014 r. zwiększyć swój portfel kredytowy o ponad 2,5 krotnie. W tym samym czasie depozyty mają zmaleć o jedną trzecią. Bank zmienia sposób finansowania. Chce emitować obligacje. Ograniczenie kredytów dla firm, ma zmniejszyć ryzyko, a co za tym idzie poziom tworzonych rezerw. Negatywna informacja dla banków, które w coraz większym stopniu obsługiwały m.in. samorządy, nie tylko jeśli chodzi o obsługę transakcji (przychody prowizyjne), ale również jeśli chodzi o finansowanie. Wpływ działań BGK nie będzie jednak widoczny od razu.

BIK udostępnił w maju '10 2,59 mln raportów kredytowych i monitorujących (+14,9% R/R)

Biuro Informacji Kredytowej udostępniło 1,53 mln raportów kredytowych on – line (+8,3% R/R) oraz 1,056 mln raportów monitorujących (+26% R/R). Łącznie wydano ich 2,59 mln raportów (+14,9% R/R). Widać, że banki w dalszym ciągu skupiają się przede wszystkim na monitorowaniu portfela kredytowego.

ZBP o Rekomendacji T

Wg wyliczeń ZBP, wprowadzenie nowych rozwiązań będzie wiązało się z pewnymi ograniczeniami w dostępie do kredytów bankowych. Od września banki będą częściej pytać klientów o sytuację ekonomiczną i zabezpieczenia. Szacuje się, że w związku z nowymi rozwiązaniami liczba kredytów udzielanych w Polsce spadnie o około 5%. Kolejne przypomnienie wcześniej ustalonych zasad. Jesteśmy ciekawi jak banki rozwiążą problem kredytów hipotecznych udzielonych wcześniej przy LTV znacznie powyżej 80%, które jak do tej pory są spłacane bez żadnych opóźnień. Ciekawe również co zrobi z klientami, których udział raty kredytu (mamy tu na myśli raczej długoterminowe kredyty hipoteczne, gdyż skala gotówkowych z czasem się z mniejszy) w dochodzie przekracza 50% lub 65% (odpowiednio do prognozy zarobków) i oni również bez opóźnień spłacają kredyty.

Nordea chce rosnać na polskim rynku

Nordea Bank Polska chce w ciągu 5 lat pozyskać 7 – 8% rynku. Na koniec 2010 roku sieć oddziałów banku będzie liczyła 210 placówek, a docelowo ma ich być 400. Bank rozwija obecnie bankowość doradczą. Spory odsetek klientów banku to osoby zamożne, którym można zaoferować więcej niż rachunek i kredyt hipoteczny. Nie będzie to jednak poziom private banking, który ma zostać wprowadzony w tym roku. Obecnie bank koncentruje się na klientach zamożniejszych, jednak wkrótce w ofercie pojawi się również consumer finance. Dzisiaj Nordea BP kontroluje 2 – 4% rynku bankowego, w zależności od segmentu (np. segment samorządowy ok. 8% rynku). Szybko zwiększa udziały w rynku kredytów hipotecznych, generując obecnie miesięczną sprzedaż na poziomie ok. 250 mln PLN (4. miejsce na rynku). Bank zajmował 12. pozycję pod względem aktywów na koniec 2009 roku. Gdyby jednak policzyć również kredyty udzielane przez spółkę matkę, aby nie obciążać kapitałów banku w Polsce, to Nordea BP jest już przed Raiffeisenem, a nawet BGŻ, czyli w pierwszej dziesiątce. Cel bardzo ambitny i będzie trudny do zrealizowania. Nordea w ubiegłym roku wykorzystała szansę i mocno weszła w rynek kredytów hipotecznych. Jednak obecnie duży gracz wraca na rynek i coraz trudniej będzie zdobywać rynek. Tym bardziej, że każdy bank mówi obecnie o wzroście udziałów rynkowych, a rynek mamy tylko jeden. Z perspektywy dużych zagranicznych graczy posiadanie niewielkich udziałów w rynku (mimo że byłby on atrakcyjny) nie jest tak łakomym kąskiem. Kilkorgu z nich może się nie udać. Naszym zdaniem może to doprowadzić do wycofania się kilku z nich z naszego rynku. A tak agresywne zapowiedzi ze strony wielu banków oznaczają jedno: konkurencję, a ta negatywnie wpływa na marżę.

Ostra konkurencja w segmencie samorządowym obniża marże

Wrocław podpisuje właśnie umowę kredytową na 500 mln PLN na 15 lat z marżą 0,99% i prowizją 0,3%. W konsorcjum banków są BRE Bank, ING BSK i Nordea. Wg informacji *Parkietu* pod koniec czerwca rozstrzygnięto przetarg na 315 mln PLN dziesięcioletniego kredytu dla miasta Łodzi. Przetarg wygrał Pekao z marżą 0,59%. Przykład Łodzi można jednak traktować jako skrajny. Od początku roku marże spadły z 2,5% do 0,7% – 0,9%. Dla banków to bardzo atrakcyjny obszar działania. Jest bardzo korzystny szczególnie z perspektywy potencjalnego ryzyka oraz obciążenia kapitałów. Jednak w dalszym ciągu banki muszą pozyskiwać środki na akcję kredytową po wysokich stawkach. Naszym zdaniem potencjał do wzrostu marż kredytowych skończył się w ubiegłym roku, a niewielkie wahanie marży kredytowej na portfelu mogą wynikać z zapadania kredytów i niższych marżach udzielonych podczas ostatniego boom'u kredytowego.

Kredyty dla MSP

W ramach Programu Ramowego na rzecz Konkurencyjności i Innowacji 2007 – 2013 Europejskiego Funduszu Inwestycyjnego, do polskich firm może trafić do 1 mld EUR łatwo dostępnych kredytów dzięki poręczeniom unijnym. Już wiadomo, że kredyty wpadną w poślizg. Negocjacje z EFi są na finiszu, ale polskie urzędy nie ustaliły jeszcze zasad programu, a UOKiK zajmując się jedną ze spraw uznał, że taką pomoc należy uznać za publiczną. Spór musi rozstrzygnąć KE i ma to zrobić w ciągu dwóch miesięcy. Banki mają nadzieję, że KE potwierdzi ostatecznie, że nie jest to pomoc publiczna i nie będą potrzebne nowe przepisy. BPH przygotował m.in. 709 mln PLN na ten cel. Firmy mogły starać się o takie kredyty od 1 kwietnia br. Może to powodować większy przyrost portfela kredytów w 2H'10, w momencie uruchomienia środków.

Rosnąca konkurencja o małe firmy

Według badań przeprowadzonych na zlecenie ING BSK, 32% małych przedsiębiorstw zmieniło bank w przeszłości. Zdaniem bankowców ich lojalność spadła, dlatego teraz rozpocznie się walka o ich obsługę. Główną zachętą dla przedsiębiorców wciąż jest cena i struktura kredytu. Atrakcyjna oferta w tym względzie może ich przekonać do zmiany banku. Wielu jednak zraziło się do zagranicznych banków działających w Polsce. Teraz powoli sytuacja się zmienia. Stąd nowe podejście wielu instytucji. Banki cały czas oferują nowe usługi dla tej grupy klientów. M.in. Pekao po zmianie procesu kredytowego i utworzenia specjalnych punktów dla klientów MSP odnotował wzrost wartości składanych wniosków kredytowych z 98 mln PLN do 310 mln PLN. Wcześniej ING BSK informował o chęci pozyskiwania około 3 tys. klientów tej grupy rocznie. Naszym zdaniem kierunek jest jeden – spadek cen usług i marż kredytowych dla przedsiębiorców. Przy akwizycji klienta w Polsce kluczowym elementem w większości przypadków jest cena.

ZWZA Banku Pocztowego zgodziło się na IPO

ZWZ Banku Pocztowego zgodziło się na podjęcie przez zarząd działań przygotowujących do IPO i podjęło decyzję o pozostawieniu wypracowanego w 2009 r. zysku netto w banku. Bank chce zadebiutować na giełdzie w 2011 roku. Bank Poczty chce mieć współczynnik wypłacalności na poziomie 8 - 9% w 2013 roku. Jest to jeden z celów towarzyszących planowanemu na 2011 rok wejściu na giełdę i pozyskaniu 250 – 350 mln PLN. W 2013 roku bank, jak wcześniej komunikowano ma mieć 1,5 mln klientów indywidualnych. Uważamy taki poziom współczynnika wypłacalności za dość niski na tle obecnych trendów obserwowanych na rynku oraz presji ze strony nadzorców do utrzymywania wyższych buforów kapitałowych.

Polbank na sprzedaż?

Wg *PB*, obok BZ WBK, na sprzedaż na polskim rynku jest również Polbank (oddział greckiego Eurobank EFG). Polbank działa w Polsce na zasadzie jednolitego paszportu, nie ma licencji bankowej wydanej przez polski nadzór. Może to stwarzać problem przy transakcji, gdyż potencjalny inwestor musiałby kupić wydzieloną część przedsiębiorstwa. W przypadku banków jest to proces trudny, gdyż wiąże się m.in. z pisemnymi zgodami klientów na przeniesienie. Eurobank EFG zdecydowanie zaprzecza jednak tym pogłoskom. Polbank jest 13. bankiem w Polsce. Na koniec 1Q10 miał 21,5 mld PLN aktywów, zatrudniał 2,8 tys. osób w 335 placówkach. Naszym zdaniem zainteresowani zakupem banku w Polsce mogą mieć w horyzoncie dwóch najbliższych lat jeszcze okazję do kupna banku.

Wyrok w sprawie opcji

Rybnicki sąd wydał korzystny wyrok dla osoby fizycznej, która straciła przez opcje i nakazał Kredyt Bankowi zwrócić 0,7 mln PLN. Sąd uznał bowiem, że klient nie musi dotrzymywać zawartych umów, jeśli został wprowadzony w błąd. Bank zapowiedział, że odwoła się od tej decyzji i nie oczekuje kolejnych pozwów. Zdaniem ekspertów dla przedsiębiorstw sądy nie będą tak wyrozumiałe, gdyż każdy przypadek jest inny. Nie bez znaczenia jest również, że wyrok ten zapadł z powodztwa osoby fizycznej. W przypadku przedsiębiorstwa takie uzasadnienie wyroku w ogóle nie mogłoby być wzięte pod uwagę. Każdy przypadek jest indywidualny. Naszym zdaniem ewentualne pozwy z tytułu opcji mogą toczyć się jeszcze przez długi okres czasu.

Uważamy jednak, że powyższy przypadek można traktować jako wyodrębniony. Banki w związku z problemami przedsiębiorców ze spłatą zobowiązań tworzyły rezerwy. Nie będzie miało to naszym zdaniem negatywnego wpływu na ich wyniki w przyszłości.

BPH – ZWZA banku

ZWZA BPH powołało na nową trzyletnią kadencję Radę Nadzorczą w składzie: Aleś Błażek, Beata Gessel-Kalinowska vel Kalisz, Robert Green, Denis Hall, Lesław Kuzaj, Sławomir Mirkowski, Des O'Shea, Dorota Podedworna-Tarnowska, Wiesław Rozłucki, Wilfried Seidel, Agnieszka Słomka-Gołębiowska, Tomasz Stamirowski i Dmitri Stockton.

BPH – Poszukiwania prezesa BPH trwają

W czerwcu pojawiły się informacje, że GE Money rozmawia obecnie z Cezarym Stypułkowskim oraz Michałem Handzlikiem w kwestii objęcia stanowiska prezesa BPH. Pierwszy z nich ma doświadczenie we współpracy z Amerykanami. Z informacji „Rz” wynika też, że Cezary Stypułkowski chce wrócić do Polski. Obecnie pracuje w JP Morgan. M. Handzlik do listopada ub.r. był prezesem Getin Banku a wcześniej pracował w PKO BP jako dyrektor zarządzający odpowiedzialny za pion strategii i planowania. Obecnie jest szefem firmy zajmującej się zakupem i windykacją portfeli wierzytelności. M. Handzlik powiedział, że nie sądzi aby został prezesem BPH, gdyż na to stanowisko są inni dobrzy kandydaci. Gazety wymieniają jednocześnie S. Lachowskiego (obecnie zaangażowanego w projekt Meritum Bank) oraz J. Dąbrowskiego (byłego szefa DnB Nord, obecnie właściciela firmy doradczej). Czekamy na podanie nazwiska nowego prezesa. Bank jest w trakcie głębokiej restrukturyzacji, nad którą pieczę sprawuje zapewne inwestor strategiczny, czyli GE Money. Nowy prezes nie zmieni istotnie kierunku działania banku, przynajmniej do zakończenia tego procesu.

BPH – Rezygnacja członka zarządu

Piotr Królikowski zrezygnował z funkcji Wiceprezesa Zarządu banku odpowiedzialnego za Pion Bankowości Detalicznej z dniem 31 lipca br. z powodów osobistych.



BZ WBK (Trzymaj)

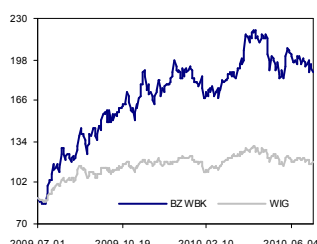
Cena bieżąca: 187,8 PLN Cena docelowa: 200,5 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-07

(m ln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	1 635,1	1 563,2	-4,4%	1 797,8	15,0%	1 914,0	6,5%	Liczba akcji (mln)	73,0
Marża odsetkow a	3,3%	2,8%		3,2%		3,1%		MC (cena bieżąca)	13 701,9
WNDB	3 190,0	3 239,4	1,5%	3 465,5	7,0%	3 694,0	6,6%	Free float	29,5%
Wynik operacyjny*	1 575,9	1 644,4	4,3%	1 812,8	10,2%	1 925,6	6,2%		
Zysk brutto	1 211,4	1 163,3	-4,0%	1 334,7	14,7%	1 690,0	26,6%		
Zysk netto	855,4	886,2	3,6%	993,3	12,1%	1 270,2	27,9%		
ROE	18,4%	16,2%		15,8%		17,8%		Zmiana ceny: 1m	-7,9%
P/E	16,0	15,5		13,8		10,8		Zmiana ceny: 6m	0,2%
P/BV	2,8	2,3		2,1		1,8		Zmiana ceny: 12m	116,9%
D/PS	3,0	0,0		4,0		4,5		Max (52 tyg.)	220,9
Dyild (%)	1,6	0,0		2,1		2,4		Min (52 tyg.)	85,2

* przed kosztami rezerw



Uważamy, że perspektywy na dobre wyniki w 2010 roku zostały zdyskontowane (zakładamy wzrost zysku o 12% i spadek CIR do 48%). Dalszy potencjał wzrostowy dostrzegamy jedynie w przypuszczeniach, że cena sprzedaży udziałów przez AIB będzie powyżej obecnej wyceny rynkowej. Uważamy taki scenariusz za mało prawdopodobny. Przemawia za tym: (i) trudna sytuacja AIB i konieczność szybkiej sprzedaży udziałów, (ii) wysoki zysk na transakcji sprzedaży realizowany już przy obecnych cenach przez AIB, (iii) duża wartość goodwill generowana przy transakcji przy obecnych cenach (P/BV'09 2,3), (iv) widoczna już obecnie premia w wycenie na tle średnich wskaźników innych banków (około 30%). Mimo deklaracji ze strony zarządu BZ WBK, że prowadzone procesy rozwoju działalności i aktywność po stronie sprzedaży kredytów, proces zmiany inwestora strategicznego, może odbić się na działalności biznesowej banku m.in. przez utrudniony proces decyzyjny. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Ruszył proces sprzedaży udziałów przez AIB

28 czerwca minął termin składania niewiążących ofert na zakup udziałów w BZ WBK, które na sprzedaż wystawił irlandzki inwestor strategiczny AIB (posiada 70,4% udziałów). W połowie lipca ma zostać stworzona krótka lista zainteresowanych instytucji. Transakcja może zostać ogłoszona we wrześniu. Oczekujemy zatem, że finalizacja transakcji (do której potrzebne jest wypełnienie procedur m.in. wobec nadzorcy) może nastąpić na przełomie 4Q10 i 1Q11. Wśród zainteresowanych banków prasa najczęściej wymieniała: PKO BP, rosyjski Sberbank, HSBC, hiszpański Santander, francuskie Societe Generale i BNP Paribas. Na liście zainteresowanych mogą być jednak jeszcze inne instytucje i informacje na ten temat, będą zapewne często pojawiały się w prasie w lipcu. Według prezesa SocGen (które wg prasy mogło złożyć ofertę), Frederic Judea, cena udziałów BZ WBK wydaje się zbyt wysoka wobec potencjału tego banku. Obecna wycena giełdowa sięga prawie 13,7 mld PLN, co oznacza, że pakiet 70,4% udziałów wyceniany jest na ok. 10 mld PLN. Prasa szeroko opisywała plany PKO BP, które potencjalnie mógłby przejąć udziały. Bank poinformował, że złożył ofertę. Ministerstwo Skarbu Państwa zadeklarowało, że będzie wspierało PKO BP w samodzielnym przejęciu udziałów (m.in. z tego powodu przerwano ZWZA do 23 lipca, aby opóźnić decyzję o ewentualnej wypłacie dywidendy z zysków za 2009 rok). Z kolei nadzór bankowy podkreślał atut jakim byłby wzrost zaangażowania udziałowców krajowych w sektorze bankowym.

Niepewne wezwanie na BZ WBK?

Wezwanie na akcje, na które liczą akcjonariusze mniejszościowi BZ WBK, może nie mieć miejsca. Gazety pisały, że jednym z wariantów jest powtórzenie metody zastosowanej przy zmianie właściciela BPH. Irlandzki inwestor może sprzedać wcześniej na rynku ponad 4% posiadanych akcji, po to aby sprzedawany pakiet nie przekraczał 66%. Zwiększyłoby to komfort dla nabywcy, który nie będzie musiał wyłożyć dodatkowych pieniędzy. Z perspektywy akcjonariuszy mniejszościowych jest to negatywna informacja. Już wcześniej podkreślaliśmy, że takiego scenariusza nie da się wykluczyć. Wszystko zależy naszym zdaniem od tego kto będzie przejmował udziały. Sprzedaż tylko 66% udziałów jest korzystne dla potencjalnego nowego inwestora ze względu na: (i) niższy goodwill jaki zostanie wygenerowany w transakcji, (ii) mniejsza kwota pieniędzy przeznaczona na zakup pakietu kontrolnego akcji, (iii) wymogi KNF aby mimo transakcji odkupienia akcji, free float BZ WBK utrzymywał się na poziomie przynajmniej 25%. Wówczas nowy inwestor stawałby przed koniecznością sprzedaży akcji w przyszłości. Jednak, jeśli przejmującym będzie PKO BP, scenariusz dla akcji BZ WBK będących w posiadaniu akcjonariuszy mniejszościowych może być inny.

Wojciech Kwaśniak o ewentualnym przejęciu BZ WBK przez PKO BP

Wojciech Kwaśniak, były szef nadzoru bankowego, uważa że w Polsce jest jeden lub grupa inwestorów, która ma na tyle dobrą reputację, że ich udział w akcjonariacie byłby wsparciem dla banku i jego rozwoju i nie osłabiłyby jego pozycji. Jego zdaniem dobrze się stało, że BZ WBK zmienia akcjonariat. Jego zdaniem kwestia przejęcia BZ WBK przez polskie instytucje (w tym PKO BP), która zrównoważyłaby czy też zmniejszyła udział inwestorów zagranicznych, jest godne polecenia i należałoby przygotować odpowiednie analizy. Wskazuje nie tylko na problemy zagranicznych instytucji w ostatnich dwóch latach, ale również na nowe unijne rozwiązania regulacyjne, które w coraz większym stopniu dają uprzywilejowaną pozycję podmiotowi dominującemu. Jego zdaniem z punktu widzenia rynku lepsze jest utrzymanie BZ WBK jako oddzielnej instytucji i wprowadzenie takiego inwestora, który będzie stabilnie rozwijał bank. Wskazuje, że zarówno PKO BP, Pekao jak i PZU mają potencjał przejęcia BZ WBK. Uchylamy się od spekulacji.

48,3 mln PLN dywidendy od spółek grupy AVIVA

BZ WBK jako akcjonariusz spółek z grupy Aviva otrzyma 20,31 mln PLN dywidendy od Aviva PTE Aviva BZ WBK oraz 28 mln PLN od Aviva TUnŻ. Dywidendy zostały wypłacone przed końcem czerwca br. Informacja oczekiwana. Co roku spółki z grupy AVIVA wypłacają dywidendę na rzecz BZ WBK. W ub. r. w 2Q09 bank otrzymał łącznie 76 mln PLN dywidend. Jednocześnie w 4Q09 otrzymał zaliczkową dywidendę z grupa AVIVA (20 mln PLN). W związku z zaliczkową dywidendą można było oczekiwać jej niższego poziomu w 2Q10.

BZ WBK otworzył w okresie III-V 143,9 tys. kont osobistych

BZ WBK w okresie od marca do maja 2010 roku otworzył 143,9 tys. kont osobistych. Zdaniem banku, to on wygrał w tym kwartale wojnę na konta. BZ WBK ma obecnie około 1,78 mln kont osobistych. Od początku roku bank otworzył 197 tys. kont. Podano, że 90% klientów otwierających rachunki, nie było wcześniej klientami BZ WBK. Ponad 70% z kont jest z deklarowanymi wpływami powyżej 1 tys. PLN. Podano, że średni miesięczny wpływ na konta to 4 tys. PLN, a średnie saldo to 2 tys. PLN. 95% klientów ma umowę na korzystanie z BZWBK24, a 97% podpisało umowę karty debetowej. W ubiegłym roku liczba tych kont prowadzonych przez bank zwiększyła się o 187 tys. do 1,582 mln. Pozytywna informacja jeśli chodzi o marżę depozytową, płynność w banku oraz przychody prowizyjne.



Getin (Trzymaj)

Cena bieżąca: 9,4 PLN

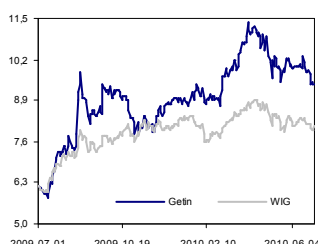
Cena docelowa: 10,34 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-06

(m ln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	1 017,7	977,5	-3,9%	1 207,9	23,6%	1 329,9	10,1%	Liczba akcji (mln)	712,4
Marża odsetkow a	4,0%	2,9%		3,2%		3,2%		MC (cena bieżąca)	6 696,7
WNDB	2 029,9	2 094,4	3,2%	2 208,4	5,4%	2 394,1	8,4%	Free float	28,0%
Wynik operacyjny*	1 079,9	1 200,0	11,1%	1 230,6	2,5%	1 351,7	9,8%		
Zysk brutto	701,0	357,6	-49,0%	669,1	87,1%	937,3	40,1%		
Zysk netto	508,5	276,0	-45,7%	543,6	97,0%	677,1	24,6%		
ROE	15,2%	7,4%		13,3%		14,4%		Zmiana ceny: 1m	-6,7%
P/E	13,1	24,3		12,3		9,9		Zmiana ceny: 6m	5,0%
P/BV	1,9	1,7		1,5		1,3		Zmiana ceny: 12m	39,7%
D/PS	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	11,4
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	5,8

* przed kosztami rezerw



Wynik brutto za 1Q10, zgodnie z oczekiwaniami, sięgnął 64 mln PLN. Prognozy rynkowe wyznaczają zatem bardzo ambitny plan dla grupy na kolejne trzy kwartały. Uważamy, że zysk brutto za 2Q10 również nie przyniesie przełomu. Wyniki w dalszym ciągu będą pod presją rezerw, których ciężar przesunie się w kierunku kredytów mieszkaniowych. Dodatkowym czynnikiem ryzyka jest osłabienie się złotówki, która może wpłynąć na wartość rezerw (przewalutowanie w momencie niespłacenia kredytu mieszkaniowego przy słabej złotówce istotnie zwiększa LTV), na koszt pozyskania finansowania przez Getin Noble Bank oraz na poziom współczynnika wypłacalności (wzrost aktywów ważonych ryzykiem). W czerwcu zdecydowano o zawieszeniu oferty publicznej TU Europa, co oddala w czasie potencjalny zysk ze sprzedaży prawie 20% akcji przez Getin Noble Bank, który podniósłby kapitały własne. W kontekście wysokich rezerw oczekiwanych w 2Q10 nie widzimy potencjału do dalszego wzrostu kursu akcji w najbliższych tygodniach. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

TU Europa zawiesiło ofertę publiczną z powodu trudnej sytuacji rynkowej

TU Europa zdecydowało o zawieszeniu oferty publicznej akcji z powodu niekorzystnej sytuacji rynkowej. Nowy harmonogram oferty zostanie ustalony przez zarząd oraz sprzedającego (Getin Noble Bank) po konsultacji z oferującym w późniejszym terminie. Oferta obejmowała 1,575 mln akcji nowej emisji oraz 1,57 mln akcji oferowanych przez Getin Noble Bank. Zła informacja dla Getin Holding. Spółka nie sfinalizuje transakcji przed końcem 1H10, co oznacza, że ewentualne zyski z transakcji sprzedaży akcji przez Getin Noble Bank nie zasila współczynnika wypłacalności banku po 1H10. Nie uwzględnialiśmy transakcji w naszych prognozach wyników finansowych. Uważamy, że przy obecnych wycenach rynkowych, inwestycja w Getin Holding nie przedstawia potencjału wzrostu, a rynek dyskontuje już dość pozytywny scenariusz dla Getin Holding.

Fitch zdjął Getin Noble Bank z listy obserwacyjnej, potwierdził rating "BB"

Fitch potwierdził rating podmiotu ("IDR") "BB", rating krótkoterminowy "B", rating indywidualny "D", rating wsparcia "5" oraz długoterminowy rating krajowy "BBB(pol)" zdejmując jednocześnie rating podmiotu i indywidualny oraz długoterminowy rating krajowy z listy obserwacyjnej. Perspektywa dla ratingu podmiotu oraz długoterminowego ratingu krajowego została skorygowana z Negatywnej na Stabilną. W komentarzu agencja napisała, że potwierdzenie ratingów GNB odzwierciedla sukces banku w budowaniu dochodowego przedsięwzięcia w konkurencyjnym otoczeniu rynkowym oraz zwiększoną skalę działalności w wyniku fuzji (styczeń 2010) Getin i Noble. Ratingi odzwierciedlają również pogarszającą się jakość aktywów, wyższe odpisy z tytułu utraty wartości kredytów (odpisy), dużą, ale malejącą ekspozycję na kredyty hipoteczne denominowane w obcej walucie, zależność od rynku międzybankowego w celu zabezpieczenia strukturalnego niedopasowania walutowego oraz średnią płynność. Czynniki wpływające na rating są również stabilne źródło finansowania oparte prawie wyłącznie na depozytach oraz zdywersyfikowane strumienie przychodów.

Fitch podwyższył perspektywę ratingów TU Europa na stabilną

Fitch potwierdził rating IFS TU Europa na poziomie "BBB" oraz rating krajowy na poziomie "BBB (pol)", podwyższając perspektywę ratingów na stabilną z negatywnej. Oba ratingi zostały zdjęte z listy obserwacyjnej. Było to związane odpowiednio ze zmianą perspektywy ratingu dla Getin Noble Banku.

Getin Holding kupuje MW Trade

GH zawarł umowy kupna akcji MW Trade z: Alicją i Bogumiłą Szulc (łącznie 8,68% udziałów),

Rafałem Wasilewskim (13,28% udziałów) i Marcinem Mańdziakiem (30,53% udziałów). Łącznie umowy kupna uwzględniają 52,49% udziałów w spółce. Getin w ciągu 10 dni roboczych od podpisania umów ogłosi wezwanie do 66% udziałów, a wymienieni wyżej akcjonariusze zobowiązali się sprzedać mu akcje w odpowiedzi na nie. Cena w wezwaniu wyniesie 6,25 PLN/akcję. Pan Rafał Wasilewski nie sprzedaje wszystkich posiadanych akcji i ustalono, że po wezwaniu nadal będzie sprawował funkcję Prezesa zarządu przejmowanej spółki przez okres nie krótszy niż 3 lata od daty powołania nowej rady nadzorczej. Nabycie udziałów w MW Trade jest elementem strategii Getin Holding, która zakłada pozyskanie ekspozycji na obsługę segmentu przedsiębiorstw. Według nieoficjalnych informacji w najbliższym czasie można oczekiwać informacji o nabyciu kolejnego podmiotu. Wcześniej Getin Holding chciał nabyć West LB, jednak się nie udało. MW Trade jest jednym z 3 graczy, o najmniejszej skali działania, na rynku obsługi finansowania służby zdrowia. W ubiegłym roku miał 3 mln PLN zysku netto, w 1Q10 1,1 mln PLN. Na zakup 52,5% akcji GH wyda niespełna 27 mln PLN, a jeśli inni inwestorzy odpowiedzą na wezwanie to dodatkowo 6,9 mln PLN. Czekamy na dalszy rozwój wydarzeń. Dla MW Trade dostęp do finansowania w ramach grupy GH może skokowo zwiększyć skalę działania.

Getin Noble Bank kupił GMAC Bank Polska

Po spełnieniu się wszystkich warunków zawieszających Getin Noble Bank kupił za 132,5 mln PLN akcje stanowiące 100% kapitału zakładowego GMAC Bank Polska. Zgodne z oczekiwaniami. Ostateczna cena jaką zapłacić miał GNB za udziały to 95% wartości księgowej na Dzień Zamknięcia Transakcji (w lipcu ubiegłego roku wartość księgowa wynosiła 131 mln PLN). Wg ceny transakcji obecnie wynosi 139,5 mln PLN. Transakcja ważna dla segmentu kredytów samochodowych. Stanowi poszerzenie sieci sprzedaży.



Handlowy (Kupuj)

Cena bieżąca: 70 PLN

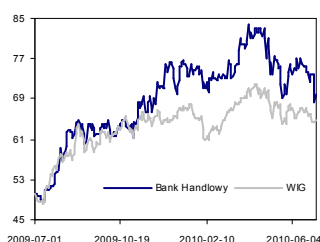
Cena docelowa: 87,1 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-06-02

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkow y	1 365,8	1 505,4	10,2%	1 507,7	0,2%	1 560,7	3,5%	Liczba akcji (mln)	130,7
Marża odsetkow a	3,4%	3,8%		3,8%		3,7%		MC (cena bieżąca)	9 146,2
WNDB	2 312,8	2 418,4	4,6%	2 482,6	2,7%	2 600,0	4,7%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	909,6	1 200,6	32,0%	1 133,0	-5,6%	1 183,0	4,4%		
Zysk brutto	759,2	655,3	-13,7%	806,0	23,0%	1 105,3	37,1%		
Zysk netto	600,4	504,4	-16,0%	633,4	25,6%	868,6	37,1%		
ROE	10,7%	8,5%		10,1%		13,2%		Zmiana ceny: 1m	-5,5%
P/E	15,2	18,1		14,4		10,5		Zmiana ceny: 6m	-7,2%
P/BV	1,6	1,5		1,4		1,4		Zmiana ceny: 12m	41,1%
D/PS	4,8	0,0		3,8		3,9		Max (52 tyg.)	83,9
Dyid (%)	6,8	0,0		5,4		5,5		Min (52 tyg.)	49,0

* przed kosztami rezerw



Wyniki 1Q10 były zgodne z naszymi oczekiwaniami (o 7% wyższy wynik netto i o 3% wyższy wynik operacyjny przed kosztami rezerw). Współczynnik wypłacalności znajduje się na poziomie 18,4%, co uzasadnia naszym zdaniem utrzymanie bardzo wysokich wypłat dywidend w kolejnych latach. Ciągłe czynnikiem, który może pozytywnie zaskoczyć rynek jest realizacja bardzo ambitnej strategii. Zakłada ona ROE na poziomie ponad 20% w 2012 roku. Bank nigdy dotąd nie zrealizował takiego poziomu rentowności. Jednocześnie w wycenie nie jest uwzględniony fakt, że bank może przy tym wypłacać wysokie dywidendy. Nie ograniczy to potencjału banku w zakresie zakładanego przez nas tempa wzrostu sumy bilansowej (a pośrednio również RWA). W przypadku słabszego od oczekiwanego przez bank tempa wzrostu, naszym zdaniem nie można wykluczyć w przyszłości dywidendy przekraczającej poziomy rocznych zysków. Nie uwzględniamy jednak takiego scenariusza w wycenie. Korygujemy naszą cenę docelową dla walorów Banku Handlowego o 3,77 PLN/akcję do 87,1 PLN/akcję (akcje notowane bez prawa do dywidendy od 1 lipca). Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Bank wchodzi na rynek doradztwa inwestycyjnego

Bank szacuje, że wartość rynku doradztwa inwestycyjnego to około 500 mln PLN. Są to prowizje związane z przygotowaniem ofert publicznych oraz fuzji i przejęć. Wesprze to przychody banku i podniesie wynik prowizyjny.

Zmiany w składzie Rady Nadzorczej

ZWZA banku powołało F. Manion'a oraz K. Opolskiego na trzyletnią kadencję do Rady Nadzorczej.



ING BSK (Trzymaj)

Cena bieżąca: 740 PLN

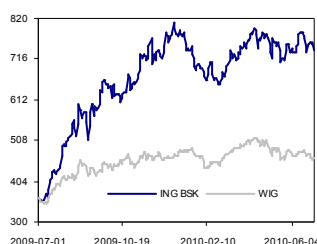
Cena docelowa: 749 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-07

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkow y	1 152,0	1 442,1	25,2%	1 539,3	6,7%	1 658,7	7,8%	Liczba akcji (mln)	13,0
Marża odsetkow a	1,9%	2,2%		2,5%		2,5%		MC (cena bieżąca)	9 627,4
WNDB	2 060,5	2 488,3	20,8%	2 649,7	6,5%	2 847,6	7,5%	Free float	18,9%
Wynik operacyjny*	580,4	990,7	70,7%	1 116,4	12,7%	1 247,2	11,7%		
Zysk brutto	563,1	738,3	31,1%	840,7	13,9%	1 145,3	36,2%		
Zysk netto	445,4	595,1	33,6%	677,5	13,9%	923,1	36,2%		
ROE	11,1%	13,1%		13,0%		15,3%		Zmiana ceny: 1m	0,9%
P/E	21,6	16,2		14,2		10,4		Zmiana ceny: 6m	-5,1%
P/BV	2,3	2,0		1,7		1,5		Zmiana ceny: 12m	110,8%
D/PS	11,7	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	810,0
Dyid (%)	1,6	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	351,0

* przed kosztami rezerw



Bank pozostał jednym z najaktywniejszych graczy na rynku kredytowym. Portfel kredytów wzrósł o 19% R/R i 5% Q/Q. Po słabszych niż oczekiwania wynikach 4Q09, 1Q10 przyniósł powrót do wyższych poziomów zysków. Było to jednak zgodne z oczekiwaniami rynku. Uważamy, że obecna wycena rynkowa dyskontuje już utrzymanie pozytywnego momentum w wynikach ING BSK. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj. Wzrost zaangażowania zalecamy w wypadku korekty wyceny rynkowej.

Bank chce podwoić sprzedaż kredytów hipotecznych R/R

ING BSK, który w kwietniu 2010 roku sprzedał blisko dwa razy więcej kredytów hipotecznych niż w kwietniu 2009 roku, w kolejnych miesiącach chce utrzymać tę dynamikę. Kampania, która trwała od połowy lutego do połowy kwietnia br. przyniosła 10 tys. wniosków o kredyt hipoteczny. W poszczególnych miesiącach 1Q10 bank sprzedawał miesięcznie 43 – 52% więcej kredytów hipotecznych R/R. Większość obecnej sprzedaży banku obejmuje rynek wtórny (79%), na pierwotny przypada 21%. Bank wprowadził nową ofertę, z niższymi marżami, w tym korzystniejszą ofertą dla posiadaczy kont w banku. Maksymalne LTV sięga 90%. Bank zwiększy tym samym udziały w rynku kredytów hipotecznych, gdyż wolumen na rynku rosną zdecydowanie wolniej.



Kredyt Bank (Trzymaj)

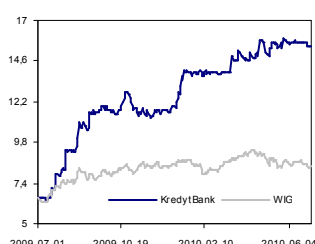
Cena bieżąca: 15,45 PLN Cena docelowa: 15,3 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-07

(m ln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	1 059,9	1 061,2	0,1%	1 110,0	4,6%	1 174,5	5,8%	Liczba akcji (mln)	271,7
Marża odsetkow a	3,2%	2,7%		2,8%		2,9%		MC (cena bieżąca)	4 197,1
WNDB	1 585,9	1 530,4	-3,5%	1 597,3	4,4%	1 699,0	6,4%	Free float	7,7%
Wynik operacyjny*	531,3	848,1	59,6%	651,5	-23,2%	700,2	7,5%		
Zysk brutto	421,1	46,7	-88,9%	161,0	245,1%	552,4	243,1%		
Zysk netto	324,9	34,6	-89,4%	128,8	272,7%	441,9	243,1%		
ROE	13,2%	1,3%		4,9%		15,0%		Zmiana ceny: 1m	-1,6%
P/E	12,9	121,4		32,6		9,5		Zmiana ceny: 6m	21,1%
P/BV	1,6	1,6		1,5		1,3		Zmiana ceny: 12m	138,4%
D/PS	0,5	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	15,9
Dyild (%)	3,4	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	6,4

* przed kosztami rezerw



Sprzedaż Żagla wpłynęła istotnie na poziom wydatków w grupie Kredyt Banku. Widoczne było to w wynikach za 1Q10. Wydatki spadły o 17% R/R i 14% Q/Q. Bank zamierza kontynuować oszczędności, co daje szansę na dalszą poprawę wyniku operacyjnego. Dzięki wydatkom ograniczonym w tak istotny sposób przy przychodach na niezmiennym poziomie, wynik operacyjny przed kosztami rezerw wzrósł o 28% R/R. Uważamy, że ograniczenie wydatków będzie motorem wzrostu wyników w kolejnych kwartałach tego roku. Oczekujemy jednocześnie, że przychody powoli będą się poprawiać, jednak nie w tak widoczny sposób jak ma to miejsce w przypadku spadku wydatków. Bank w dalszym ciągu tworzy istotne rezerwy na złe kredyty, jednak in plus należy ocenić ich spadek do 98 mln PLN w 1Q10 (koszty ryzyka 1,5% w 1Q10 vs. 3% w 2009 roku – uwzględniając wysokie rezerwy w 4Q09). Uważamy, że rezerwy utrzymają się na zbliżonych poziomach do 1Q10 w całym 2010 roku. W kolejnym roku oczekujemy ich istotnego spadku i wzrostu zysku netto do poziomu 442 mln PLN. Uważamy, że na obecną chwilę wycena dyskontuje odbudowę dochodowości w banku. Naszą prognozę na 2011 rok traktujemy jako bardzo ambitną. Jej realizacja zależna będzie od kosztu finansowania na rynku oraz wzrostu aktywności sprzedażowej w banku. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Wskaźnik kredytów do depozytów Kredyt Banku spadł do poniżej 100%

Kredyt Bank w 2Q10 pozyskał depozyty detaliczne za 600 mln PLN (1,2 mld PLN w 1Q10) i sprzedał kredyty hipoteczne za ponad 900 mln PLN (ponad 1,2 mld PLN od początku roku). W kwietniu sprzedaż kredytów hipotecznych wyniosła 196 mln PLN, w maju 336 mln PLN, a w czerwcu przewidywana jest na ponad 390 mln PLN. Bank szacuje, że udział rynkowy w bieżącej sprzedaży wzrósł w maju do 9%. Bank chce utrzymać sprzedaż z 1H'10 w drugiej połowie roku. Podano, że od początku roku założono 80 tys. nowych kont oszczędnościowych (ok. 500 tys.). Od stycznia do maja bank sprzedał produkty inwestycyjne za ponad 900 mln PLN, a zdaniem przedstawicieli banku sprzedaż brutto pod koniec czerwca powinna przekroczyć 1 mld PLN. Wskaźnik kredytów do depozytów banku spadł do poniżej 100%. Po 1Q10 sięgał on 102%. Pozytywnie oceniamy wzrost pozyskiwanych depozytów w banku. Uważamy jednak, że nie przełoży się to na wzrost sumy bilansowej, a na poprawę struktury finansowania aktywów (spadek finansowania od spółki matki). Pozytywnie odbierać można wzrost aktywności biznesowej w obszarze kredytów hipotecznych. Naszym zdaniem oznacza to jednak spadek portfela kredytów w pozostałych obszarach. W wywiadzie nie wspomniano nic o przyroście depozytów korporacyjnych, jak również nt. tego jaka część sprzedanych produktów inwestycyjnych stanowi źródło depozytów. Po 1Q10 portfel depozytów ogółem wynosił 24,5 mld PLN. Jednocześnie na koniec 1Q10 portfel kredytów hipotecznych denominowanych w walutach obcych sięgał 9,05 mld PLN. Osłabienie się złotówki z poziomu 2,2 PLN do ok. 3,1 PLN za CHF oznacza wzrost istniejącego portfela o ponad 1,3 mld PLN. Uwagę zwrócić należy również na fakt, że w portfelu banku są również inne kredyty walutowe (segment przedsiębiorstw). Włączając do tego sprzedaż kredytów hipotecznych deklarowaną przez bank, uważamy, że pozostałe rodzaje kredytów (przedsiębiorstw i kredytów konsumpcyjnych) spadały bądź nie zmieniły się w relacji do końca 1Q10).



Millennium (Akumuluj)

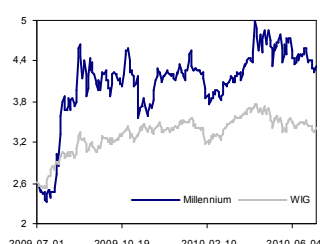
Cena bieżąca: 4,32 PLN Cena docelowa: 5,31 PLN

Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-27

(m ln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkowy	1 135,1	691,1	-39,1%	998,9	44,5%	1 139,4	14,1%	Liczba akcji (mln)	1 213,1
Marża odsetkowa	2,9%	1,5%		2,1%		2,3%		MC (cena bieżąca)	5 240,7
WNDB	1 827,5	1 434,2	-21,5%	1 744,7	21,6%	1 956,9	12,2%	Free float	26,3%
Wynik operacyjny*	657,0	431,0	-34,4%	693,9	61,0%	837,0	20,6%		
Zysk brutto	521,8	1,9	-99,6%	370,3	19639,9%	656,6	77,3%		
Zysk netto	413,5	1,5	-99,6%	295,3	19639,9%	523,6	77,3%		
ROE	15,5%	0,1%		8,6%		12,1%		Zmiana ceny: 1m	-2,5%
P/E	8,9	2 452,2		17,7		10,0		Zmiana ceny: 6m	1,2%
P/BV	1,3	1,3		1,3		1,1		Zmiana ceny: 12m	75,6%
D/PS	0,2	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	5,0
Dyid (%)	4,4	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,3

* przed kosztami rezerw



Solidne wyniki 1Q10 wskazują na trwałą odbudowę dochodowości w Banku Millennium. Dalsza poprawa wyników zależeć będzie przede wszystkim od: (i) poprawy kosztu finansowania, (ii) spadku rezerw, (iii) rosnących wolumenów nowej sprzedaży kredytów. Wszystkie te czynniki powinny się poprawiać w kolejnych kwartałach, choć tempo poprawy będzie już znacznie wolniejsze niż w ostatnim czasie. Pozytywna jest również zakończona w lutym br. emisja, w której bank pozyskał 1 mld PLN nowego kapitału. Współczynnik wypłacalności wzrósł do 14,95%. W krótkim terminie czynnikiem ryzyka jest osłabienie się złotówki, które zwiększa presję na koszt finansowania i może wpłynąć na aktywność banku w zakresie podaży kredytów (więcej środków wykorzystane będzie na finansowanie portfela kredytów). Uważamy jednak, że koszt finansowania nie wzrośnie istotnie ze względu na istotną zmianę struktury zabezpieczenia finansowania kredytów walutowych w relacji do ubiegłego roku. Dodatkowo zakończona emisja daje bankowi większy bufor bezpieczeństwa w momencie wzrostu aktywów ważonych ryzykiem. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Fitch nadał Bankowi Millennium rating na poziomie "AA+(pol)", perspektywa negatywna

Fitch nadał Bankowi Millennium długoterminowy rating krajowy ("National Long-term IDR") na poziomie "AA+(pol)", z perspektywą negatywną. Pozostałe ratingi Banku Millennium nie zostały zmienione. Długoterminowy rating tego banku jest na poziomie "A", krótkoterminowy "F1", indywidualny "C/D", a rating wsparcia "1". Ratingi krajowe Fitch'a stanowią relatywną miarę wiarygodności ocenianych podmiotów w krajach posiadających ratingi w walucie obcej i krajowej poniżej "AAA" i gdzie jest zapotrzebowanie na takie ratingi. Rating krajowy "AA+(pol)" wskazuje na oczekiwane bardzo niskie ryzyko niewypłacalności w porównaniu do innych emitentów lub innych zobowiązań w Polsce i stanowi drugi w kolejności po najwyższym rating w skali krajowej. Rating wsparcia na poziomie „1” odzwierciedla bardzo wysokie prawdopodobieństwo wsparcia, jakie Bank mógłby otrzymać w razie potrzeby BCP (posiadającego rating A+/perspektywa negatywna/F1).



Pekao (Trzymaj)

Cena bieżąca: 158 PLN

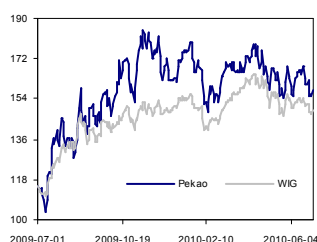
Cena docelowa: 172,8 PLN

Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-05

(m ln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	4 509,5	3 802,3	-15,7%	4 313,5	13,4%	4 660,1	8,0%	Liczba akcji (mln)	262,3
Marża odsetkow a	3,5%	2,9%		3,2%		3,3%		MC (cena bieżąca)	41 448,2
WNDB	7 578,2	7 062,6	-6,8%	7 552,6	6,9%	8 131,2	7,7%	Free float	40,7%
Wynik operacyjny*	4 535,0	3 466,0	-23,6%	3 805,9	9,8%	4 267,2	12,1%		
Zysk brutto	4 346,0	2 997,7	-31,0%	3 305,9	10,3%	3 920,4	18,6%		
Zysk netto	3 528,0	2 412,0	-31,6%	2 661,0	10,3%	3 157,4	18,7%		
ROE	23,0%	14,1%		14,3%		16,2%		Zmiana ceny: 1m	-3,1%
P/E	11,7	17,2		15,6		13,1		Zmiana ceny: 6m	-7,5%
P/BV	2,6	2,3		2,2		2,1		Zmiana ceny: 12m	38,6%
D/PS	9,6	0,0		2,9		8,1		Max (52 tyg.)	184,6
Dyld (%)	6,1	0,0		1,8		5,1		Min (52 tyg.)	103,9

* przed kosztami rezerw



Współczynnik wypłacalności wyniósł po 1Q10 18,4% (uwzględnia tylko zysk za 2009 rok), co obniża ROE, które obecnie sięga 12,9%. Stawia to Pekao w gronie najbardziej zyskowych, bezpiecznych i efektywnych podmiotów na rynku. Mimo to, naszym zdaniem efektywne wykorzystanie kapitału oznacza raczej pierwszą liczbę jako rentowność, a drugą jako współczynnik wypłacalności. Bank nie wyklucza akwizycji, na co pozwala mu obecnie baza kapitałowa. Uważamy jednak, że nie przejmie udziałów w BZ WBK. Naszym zdaniem taka akwizycja nie daje Pekao potencjału do uzyskania istotnych synergii (ze względu na wysoką efektywność działania BZ WBK). Uważamy jednak, że w przyszłości Pekao będzie jednym z konsolidatorów rynku i zdecydowanie bardziej atrakcyjne są dla niego akwizycje mniejszych podmiotów, gdzie możliwe są działania restrukturyzacyjne, a cena przejęcia jest potencjalnie niższa. Na razie jednak nie widzimy podstaw do zmiany oceny banku Pekao. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Nadzór o „dywizjonalizacji”

Komisja podkreśla, że jest przeciwna zmianom organizacyjnym, które przenoszą ośrodki decyzyjne z Polski do zagranicznych właścicieli. Rozmawia na ten temat nie tylko z Pekao, ale ze wszystkimi bankami. Ta kwestia jest istotna w procesie badania kandydatów na prezesa banku (KNF musi wydać zgodę na sprawowanie funkcji). Alicja Kornasiewicz nie uzyskała jeszcze zgody na wykonywanie funkcji prezesa Pekao. Mimo, że komisja mówi, że problem dotyczy całego rynku, to powszechnie wiadomo „dywizjonalizacji”, jaką w planach miał Pekao z UniCredit. Naszym zdaniem opóźnienia w finalizacji uzgodnień, mogą negatywnie przekładać się na aktywność biznesową w banku.

Pekao o akwizycjach

Prezes banku, Alicja Kornasiewicz, powiedziała, że bank ma środki na akwizycje i analizuje możliwość ewentualnego zakupu BZ WBK. Powtórzenie informacji, które już wcześniej były komunikowane do rynku. Uważamy, że Pekao jest mało prawdopodobnym kandydatem do przejęcia udziałów w BZ WBK.



PKO BP (Trzymaj)

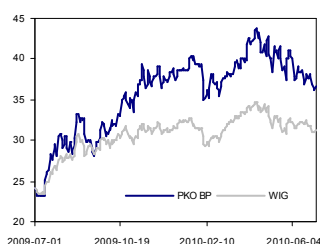
Cena bieżąca: 36,7 PLN Cena docelowa: 40,1 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-17

(m ln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	6 127,3	5 051,2	-17,6%	6 224,4	23,2%	6 824,2	9,6%	Liczba akcji (mln)	1 250,0
Marża odsetkow a	5,0%	3,5%		3,8%		3,7%		MC (cena bieżąca)	45 875,0
WNDB	9 096,7	8 607,0	-5,4%	9 636,9	12,0%	10 446,9	8,4%	Free float	48,8%
Wynik operacyjny*	5 092,1	4 624,0	-9,2%	5 462,2	18,1%	6 168,3	12,9%		
Zysk brutto	3 977,3	2 943,3	-26,0%	3 924,9	33,4%	5 461,6	39,2%		
Zysk netto	3 120,7	2 305,5	-26,1%	3 100,7	34,5%	4 314,7	39,2%		
ROE	24,1%	13,4%		14,5%		18,2%		Zmiana ceny: 1m	-8,2%
P/E	11,8	19,9		14,8		10,6		Zmiana ceny: 6m	-5,3%
P/BV	2,6	2,2		2,1		1,8		Zmiana ceny: 12m	58,5%
D/PS	1,1	1,0		0,8		1,2		Max (52 tyg.)	43,9
Dyld (%)	3,0	2,7		2,2		3,4		Min (52 tyg.)	23,1

* przed kosztami rezerw



Wyniki oceniamy jako dobre, jednak bez wpływu na nasze postrzeganie PKO BP. Po 1Q10 PKO BP zrealizowało 23% naszej całorocznej prognozy. Na obecną chwilę nie widzimy konieczności rewizji naszych prognoz na bieżący rok. Wyznacza ona średni kwartalny zysk w kolejnych okresach na poziomie prawie 0,8 mld PLN. Bank będzie musiał zwiększać przychody i obniżyć saldo rezerw, aby osiągnąć takie rezultaty przy rosnących kosztach. Jednocześnie oczekujemy prawie 4,9 mld PLN skonsolidowanego zysku netto w 2012 roku, przy ROE na poziomie 18,4%. Konsensus rynkowy dla zysku na 2012 rok sięga 4,6 mld PLN. Przy naszej prognozie 3,1 mld PLN zysku netto w 2010 roku, bank wyceniany jest przy P/E'10 na poziomie 14,8 i P/BV'10 2,1. Jest to jedna z najwyższych wycen w sektorze obok Pekao, które przy prognozie zysku na 2010 rok na poziomie 2,7 mld PLN wyceniane jest również przy P/E'10 15,6 i P/BV'10 2,2. Uważamy, że obecnie trudno będzie o pozytywne niespodzianki w PKO BP. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

PKO BP faworytem w staraniach o BZ WBK?

PKO BP złożyło wstępną ofertę na zakup udziałów w BZ WBK (pisały o tym gazety, jednak bank nie potwierdził oficjalnie tych informacji). Wcześniej, Minister Skarbu Państwa zapowiedział, że będzie wspierał PKO BP w samodzielnym zakupie udziałów w BZ WBK. W tym celu ZWZA (które rozpoczęło się 25 czerwca) zostało przerwane do 23 lipca. Do tego czasu mają zostać zweryfikowane szanse banku na przejęcie udziałów. MSP liczy się z możliwością pozostawienia całego ubiegłorocznego zysku w banku (pierwotnie zarząd rekomendował 0,8 PLN/akcję, czyli łącznie 1 mld PLN dywidendy z zysków za 2009 rok). Według gazet, przedstawiciele rządu już dwukrotnie byli w Dublinie. Według informacji opublikowanych przez *Rzeczpospolitą* PKO BP nie zdecyduje się na emisję nowych akcji w celu sfinansowania zakupu udziałów w BZ WBK od AIB. Część środków może pozyskać z emisji obligacji podporządkowanych. Dzięki emisji przeprowadzonej pod koniec ubiegłego roku, PKO BP już obecnie ma część środków na sfinansowanie transakcji. Na rynku wciąż pojawiają się nowe informacje nt. ewentualnego przejęcia udziałów w BZ WBK przez PKO BP. Nie zostały jak na razie podane żadne szczegóły, zatem trudno jest przewidzieć w jaki sposób zostanie przeprowadzona transakcja. Nie wiemy również jakie udziały zdecyduje się przejąć PKO BP. Jeśli jednak to PKO BP przejmie udziały, to banki połączą się. Wówczas BZ WBK nie będzie już notowany. W takim przypadku można narysować kilka scenariuszy (m.in. wezwanie na akcje BZ WBK, zamiana akcji BZ WBK na akcje PKO BP w „emisji połączeniowej”). Na obecną chwilę trudno określić najbardziej prawdopodobny scenariusz. Uważamy jednak, że w lipcu kolejne informacje na temat procesu pozwolą na określenie najbardziej prawdopodobnego rozwoju sytuacji.

KNF: Przejęcie BZ WBK przez PKO BP neutralne dla stabilności sektora

S. Kluza, przewodniczący KNF, powiedział, że ewentualne przejęcie BZ WBK przez PKO BP miałooby neutralny wpływ na stabilność krajowego sektora finansowego. Kluza poinformował, że KNF będzie zwracał uwagę na zapewnienie bezpieczeństwa i stabilności zarządzania BZ WK po jego przejęciu. Wszyscy potencjalni chętni do zakupu będą analizowani m.in. pod kątem wcześniejszego sięgania po pomoc publiczną, pozycji kapitałowej, struktury bilansu.

Zmiany w składzie Rady Nadzorczej

ZWZA (które będzie kontynuowane 23 lipca) uchwaliło zwiększenie liczby członków Rady Nadzorczej z 7 do 8 osób. Powołała jednocześnie Piotra Marcza na stanowisko członka Rady Nadzorczej na wniosek BGK (ma obecnie 10,25% udziałów). Pozostali członkowie nie zmienili się.

Przy konsensusie na linii BGK-MF możliwa sprzedaż akcji PKO BP - prezes BGK

Prezes BGK, T. Mirończuk powiedział, że jeśli osiągnięty zostanie konsensus na linii Ministerstwo Finansów i BGK to będzie można rozważyć sprzedaż pakietu akcji PKO BP. Na koniec 1Q10 BGK posiadał 10,25% kapitału PKO BP. W opublikowanej strategii rozwoju BGK na lata 2010-2014 nie ma zapisu dotyczącego ewentualnego zbycia pakietu akcji PKO BP. Jest to furtka dla pozyskania dodatkowych środków na rozwój dla BGK. Z drugiej strony oznacza to istotną podaż akcji na rynku (wartość około 4,8 mld PLN). Uważamy, że w najbliższym czasie taka transakcja nie będzie realizowana.

Bankowość inwestycyjna również w PKO BP

Bank rozpoczął proces budowy bankowości inwestycyjnej. Wykorzysta przy tym zarówno własne zasoby jak i ściągnie ludzi z rynku. Daje sobie na to dwa lata. Jest to spójne z najnowszą strategią banku, która zakłada wzrost udziału bankowości korporacyjnej w realizowanych wynikach (70% z detalu, 20% z korporacji i -10% z bankowości inwestycyjnej). Jest to element poszerzenia oferty dla przedsiębiorstw. Dotychczas klienci ci korzystali z mocnego bilansu i gotowości banku do udzielania kredytów. Bank nie był kojarzony z wyrafinowaną ofertą produktową w tym obszarze. Pozytywna informacja. Jest to dywersyfikacja dochodów oraz poszerzenie oferty w obszarze, gdzie potencjał banku jest duży.

PKO BP po wakacjach rusza z wymianą 6 mln kart płatniczych

PKO BP po wakacjach rozpoczyna wymianę 6 mln kart płatniczych. Proces ten potrwa do 2012 roku i przebiegać będzie wg terminów ich utraty wartości. Nie podano ile kosztować będzie ten proces. Nowe karty PKO BP poza mikroprocesorem, będą też miały funkcję zbliżeniową Visa payWave. Od końca maja należące do banku Inteligo testuje z PTC płatności mobilne za pomocą telefonów komórkowych wyposażonych w NFC. Naszym zdaniem koszty wymiany kart będą rozłożone w czasie i w znacznym stopniu pokryją się z kosztami normalnej wymiany kart.

Ubezpieczyciele



PZU (Trzymaj)

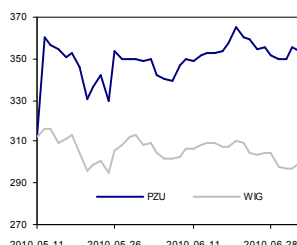
Cena bieżąca: 354 PLN

Cena docelowa: 358,8 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-11

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Składka brutto:	14 563,1	14 362,7	-1,4%	14 503,7	1,0%	15 281,9	5,4%	Liczba akcji (mln)	86,4
majątkow a	8 433,0	8 021,9	-4,9%	7 781,8	-3,0%	8 158,2	4,8%	MC (cena bieżąca)	30 568,7
życiow a	6 130,2	6 340,8	3,4%	6 340,8	0,0%	6 721,9	6,0%	Free float	37,7%
Przychody ogółem	15 203,5	18 295,1	20,3%	17 063,1	-6,7%	17 992,2	5,4%		
Zysk brutto	2 347,5	4 535,9	93,2%	2 783,7	-38,6%	3 310,5	18,9%		
Zysk netto	2 329,7	3 762,9	61,5%	2 261,0	-39,9%	2 690,1	19,0%		
ROE	12,5%	24,5%		19,7%		20,7%		Zmiana ceny: 1m	1,3%
P/E	13,1	8,1		13,5		11,4		Zmiana ceny: 6m	
P/BV	1,5	2,7		2,4		2,1		Zmiana ceny: 12m	
D/PS	0,0	0,0		10,9		11,8		Max (52 tyg.)	364,8
Dyielid (%)	0,0	0,0		3,1		3,3		Min (52 tyg.)	312,5



Nasza cena docelowa dla PZU implikuje 6% dyskonta w relacji do mediany dla banków. PZU jest największym graczem rynku ubezpieczeniowego w Polsce. Jego baza klientów na koniec 2009 roku (ok. 16 mln, czyli około połowa dorosłej populacji w kraju) oraz bezpieczna polityka inwestycyjna determinują wysoką rentowność kapitału (oczekujemy ROE na poziomie 17% - 20% w ciągu najbliższych czterech lat). Pozytywnie oceniamy perspektywy rozwoju polskiego rynku ubezpieczeń, który charakteryzuje niższa niż w innych krajach europejskich penetracja. Zapewni to wzrost składki przypisanej brutto w PZU, mimo że jako największy gracz nie ma naszym zdaniem potencjału na organiczny wzrost udziałów rynkowych. Czynnikiem ryzyka mogą być wyniki za 2Q10. O ile szkody powodziowe (PZU szacuje je na około 156 mln PLN) nie spowodują spadku wyniku Q/Q (w 1Q10 ubezpieczyciel utworzył 161 mln PLN szkód śniegowych), to spadek indeksów giełdowych (WIG20 spadł o 9% Q/Q) zaważy na zysku netto za 2Q10. W skali całego roku podtrzymujemy prognozę zysku netto na poziomie 2,26 mld PLN (konsensus rynkowy 2,5 mld PLN). Rekomendujemy trzymanie walorów w portfelu.

Uchwały ZWZA

ZWZA zgodnie z oczekiwaniami uchwaliło wypłatę 10,91 PLN/akcję jeszcze w tym roku, w formie dywidendy za rok ubiegły (dzień prawa do dywidendy 25 sierpnia, dzień wypłaty 9 września). Dokonano również zmian w składzie Rady Nadzorczej. Przy obecnej wycenie rynkowej stopa dywidendy brutto wynosi 3,1%.

PZU wznowiło sprzedaż polis powodziowych

Ubezpieczyciel wstrzymał sprzedaż tego rodzaju polis w drugiej połowie maja. Wg informacji Parkietu zakaz sprzedaży właśnie został wycofany. PZU oceniło, że szkody są większe niż przy powodzi w 1997 roku. Wówczas zgłoszono ich 95,3 tys., obecnie jest już ponad 105 tys. Wg komunikatu KNF do wszystkich zakładów zgłoszono 181,7 tys. szkód. Wynik techniczny ubezpieczycieli ochroni reasekuracja. Wg PZU szkody i rezerwy nie powinny przekroczyć 154 mln PLN. Firmy ubezpieczeniowe nie widzą jednak pieszego ruchu i zainteresowania polisami powodziowymi. Podobnie jak miało to miejsce w przeszłości. Mimo że ubezpieczyciele prowadzili nawet specjalne akcje sprzedażowe na terenach zagrożonych, to wzrost nie przekraczał 3%. PZU zapowiada ponowną kalkulację stawek ubezpieczeń oraz weryfikację dostępności tego rodzaju polis na określonych terenach. Zgodnie z oczekiwaniami i wcześniejszymi zapowiedziami liczba szkód przekroczyła 100 tys., a straty nie wzrosły istotnie z podawanych wcześniej poziomów. Można je odnosić do szkód śniegowych z 1Q10, gdy sięgnęły one aż 161 mln PLN. Naszym zdaniem decydującym czynnikiem mającym wpływ na wyniki 2Q10 będzie miała sytuacja na rynkach finansowych.

Paliwa, chemia

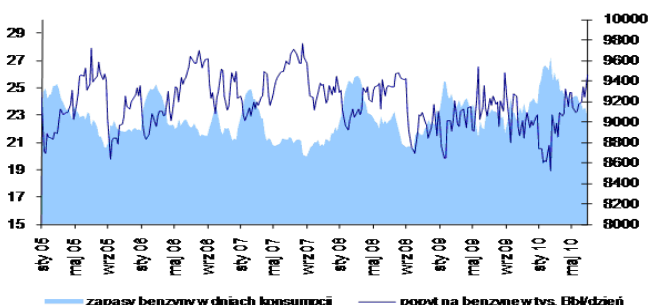
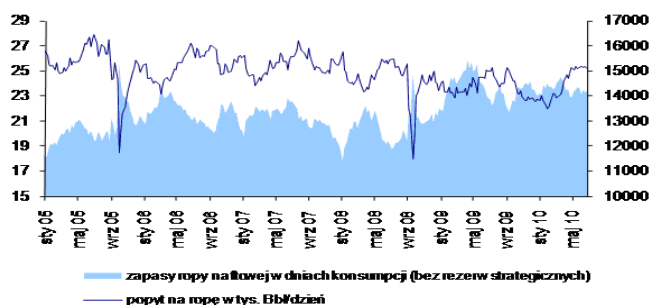
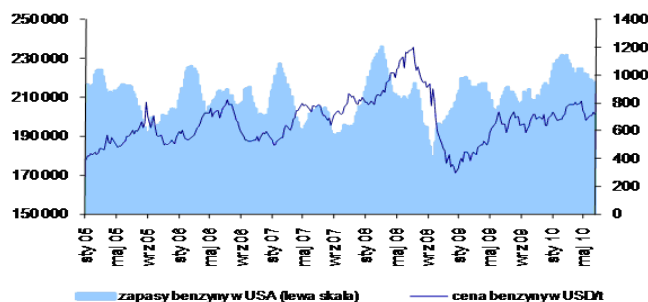
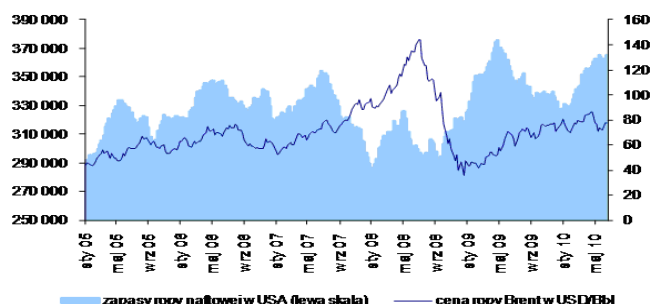
Kolejny projekt ustawy o zapasach do konsultacji

Resort gospodarki przekazał do konsultacji międzyresortowych założenia do ustawy o zapasach obowiązkowych paliw. Przewiduje ona rozłożenie wykupu tych rezerw przez Agencję Rezerw Materiałowych na 10 lat. Agencja ma zaciągnąć na ten cel kredyt, który będzie obsługiwany ze składek firm naftowych. Nie jest to rozwiązanie na które liczyły polskie firmy paliwowe. W takim scenariuszu relatywnie więcej mógłby skorzystać Orlen (oczywiście jeszcze dużo będzie zależało od wysokości wspomnianych opłat), posiadający relatywnie większe pojemności magazynowe, które byłyby wynajmowane ARM.

Mocny popyt na benzynę, osłabienie momentum na dieslu

Amerykańskie rafinerie zwiększyły w ubiegłym miesiącu poziom wykorzystania mocy przerobowych o około 0,8 punktu procentowego do średniego poziomu 88,7%. Pozwoliło to na utrzymanie zapasów ropy na niezmiennym poziomie mimo rosnącego importu surowca. Zwiększona produkcja w rafineriach była przede wszystkim odpowiedzią na dalszy sezonowy wzrost popytu na benzynę (+2%) i spadający poziom zapasów tego paliwa wyrażony liczbą dni konsumpcji. Niestety po stronie innych produktów zanotowano spadek zużycia, przede wszystkim w kategorii średnich destylatów (-5,9% m/m) co z kolei doprowadziło do wzrostu ich zapasów zarówno w ujęciu nominalnym jak i wyrażonych dniami konsumpcji (w maju ten wskaźnik dla średnich destylatów oscylował wokół 38 dni, a pod koniec czerwca zbliżył się już do 45 dni). Obraz sektora rafineryjnego nie jest więc jednoznaczny i dopiero powrót tendencji wzrostowych w konsumpcji diesla i średnich destylatów pozwoli na formułowanie bardziej optymistycznych prognoz co do kształtowania się marż w drugiej połowie roku.

Zapasy ropy i benzyny w USA



Źródło: opracowanie DI BRE na podstawie Departamentu Energii



Ciech (Kupuj)

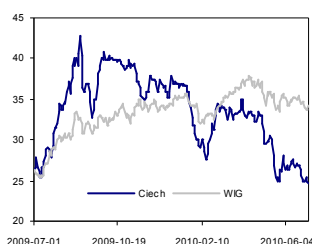
Cena bieżąca: 24,61 PLN

Cena docelowa: 39,2 PLN

Analitik: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2010-06-02

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 787,1	3 685,8	-2,7%	3 962,3	7,5%	4 332,3	9,3%	Liczba akcji (mln)	28,0
EBITDA	449,9	400,2	-11,1%	461,0	15,2%	513,6	11,4%	MC (cena bieżąca)	689,1
marża EBITDA	11,9%	10,9%		11,6%		11,9%		EV (cena bieżąca)	2 265,5
EBIT	246,7	171,2	-30,6%	233,0	36,1%	273,9	17,5%	Free float	35,6%
Zysk netto	-41,9	-56,8	35,5%	71,2		112,8	58,4%		
P/E				9,7		6,1		Zmiana ceny: 1m	-6,6%
P/CE	4,3	4,0		2,3		2,0		Zmiana ceny: 6m	-33,9%
P/BV	0,8	0,8		0,8		0,7		Zmiana ceny: 12m	-7,5%
EV/EBITDA	5,2	5,7		4,9		4,3		Max (52 tyg.)	42,7
Dyid (%)	8,4	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	24,6



Kurs akcji Ciech kolejny miesiąc z rzędu zanotował mocny spadek i sentyment do Spółki pozostaje bardzo negatywny po słabszych od oczekiwań wynikach 1Q. Podtrzymujemy jednak naszą opinię, iż widoczna poprawa rynkowych marż na sodzie (efekt kursu walutowego) oraz wzrost benchmarkowych rentowności w segmencie organicznym (szczególnie w kategorii żywic) mogą pozwolić na osiągnięcie dobrych wyników finansowych w 2Q i pozytywne zaskoczenie rynku. Dodatkowym pozytywnym katalizatorem powinny być kolejne doniesienia o postępie w procesie dezinwestycji (Fosfory, PTU). Uważamy, że akcje Ciech stanowią w tej chwili najciekawszą pozycję inwestycyjną w sektorze chemicznym i zalecamy kupowanie tych walorów.

IPO segmentu sodowego pod koniec 2011

Według doniesień prasowych Zarząd Ciechu planuje przeprowadzenie oferty publicznej segmentu sodowego (po konsolidacji polskich spółek z zakładami w Niemczech i Rumunii). Oferta mogłaby obejmować 30-40% tego podmiotu. Zarząd już wcześniej zapowiadał IPO dywizji sodowej. Perspektywa oferty wydaje się jednak dość odległa.

Zmiany w Zarządzie i nowi chętni na Fosfory

Decyzją WZA w Zarządzie nowej kadencji Ciechu znaleźli się wszyscy dotychczasowi członkowie Zarządu poza Robertem Bednarskim, który dotychczas odpowiadał w firmie za finanse. Do ścisłego kierownictwa Spółki dołączyli natomiast Rafał Rybkowski (zawodowo związany z branżą ubezpieczeniową) oraz Andrzej Bąbaś (wcześniej pracował m.in. w zarządach Mostostalu Kraków, Galicja, Krosna, Telefoniki). Uzupełnienie Zarządu o dodatkową osobę ma charakter tymczasowy do momentu uporania się z restrukturyzacją zadłużenia. WZA zatwierdziło także zabezpieczenia na majątku Ciech wymagane przez wynegocjowaną umowę kredytową. Tymczasem Prezes Ryszard Kunicki poinformował, że pojawili się nowi chętni na zakup Fosforów Gdańskich, w tym znany światowy inwestor z branży. Brak Roberta Bednarskiego w nowym składzie Zarządu to duże zaskoczenie gdyż dotychczas nie było zastrzeżeń do jego pracy. Informacja o rosnącej liczbie zainteresowanych zakładami nawozowymi w Gdańsku powinna pozytywnie wpływać na kurs. Ostatnie doniesienia z obszaru dezinwestycji (Fosfory, PTU) i spodziewana poprawa rentowności operacyjnej wskazują naszym zdaniem, iż zapowiadana emisja akcji na spłatę 400 mln PLN zadłużenia do marca 2011 może być mniejsza niż dotychczas sądzono lub Spółka może z niej całkowicie zrezygnować.



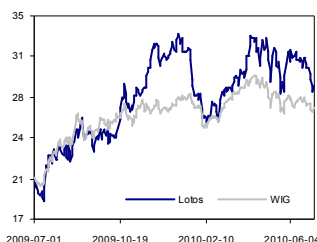
Lotos (Redukuj)

Cena bieżąca: 28,86 PLN Cena docelowa: 26,5 PLN

Analitik: Kamil Kliszc

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-07

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	16 294,7	14 320,5	-12,1%	17 438,7	21,8%	23 976,6	37,5%	Liczba akcji (mln)	129,9
EBITDA	169,2	724,1	328,0%	805,9	11,3%	1 438,6	78,5%	MC (cena bieżąca)	3 748,1
marża EBITDA	1,0%	5,1%		4,6%		6,0%		EV (cena bieżąca)	10 041,8
EBIT	-145,8	424,2		457,1	7,8%	662,0	44,8%	Free float	36,0%
Zysk netto	-453,9	883,3		391,6	-55,7%	576,0	47,1%		
P/E		4,2		9,6		6,5		Zmiana ceny: 1m	-9,8%
P/CE		3,2		5,1		2,8		Zmiana ceny: 6m	-13,9%
P/BV	0,6	0,6		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	47,9%
EV/EBITDA	40,7	12,6		12,5		7,8		Max (52 tyg.)	33,5
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	18,7



Słabnący złoty i związana z tym perspektywa wysokich kosztów finansowych w 2Q skutecznie zniechęcały inwestorów do inwestycji w Lotos. Kurs koncernu spadł w czerwcu o ponad 9%, ale nadal oferuje potencjał zniżkowy w relacji do naszej wyceny i dlatego utrzymujemy negatywną rekomendację. Zwracamy uwagę na fakt, że mimo wysokich benchmarków rafineryjnych w 2Q Lotos ze względu na swoją strukturę uzysków może negatywnie zaskoczyć jakością wyników wypracowanych na przerobie ropy. Wysokie marże na asfaltach realizowane w ubiegłym roku związane z niskimi cenami ropy (negatywny crack na tym produkcie wynosił w 2009 roku tylko około 30 PLN na tonie, podczas gdy w poprzednich kilku latach było to średnio -400 PLN/t) nie są w tym roku do powtórzenia, a efekt programu 10+ będzie widoczny naszym zdaniem dopiero pod koniec roku.

Umowa na dostawę gazu

PGNiG poinformowało, że podpisało umowę na dostawę gazu z Grupą Lotos. Kontrakt ma być realizowany od 2012 roku (z możliwością 6 miesięcznego opóźnienia) i rocznie obejmować około 447 mln m³ surowca. Lotos po uruchomieniu instalacji 10+ zamierza w procesach technologicznych zastąpić dotychczas używane frakcje ropy naftowej (LPG, benzynę i olej opałowy) w celu ograniczenia emisyjności CO₂ oraz SO_x (podobną decyzję podjęto w Orlenie kilka lat temu). Lotos podpisał również umowę z należącą do PGNiG Pomorską Spółką Gazownictwa dotyczącą budowy gazociągu wysokiego ciśnienia o długości 31 km, który pozwoli nie tylko na podłączenie do sieci rafinerii, ale również pozyskanie nowych klientów w Gdańsku i okolicznych miejscowościach.



PGNiG (Kupuj)

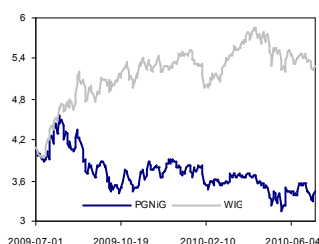
Cena bieżąca: 3,45 PLN

Cena docelowa: 4,32 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-06-14

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	18 432,0	19 290,4	4,7%	20 861,5	8,1%	21 546,0	3,3%	Liczba akcji (mln)	5 900,0
EBITDA	2 225,6	2 830,0	27,2%	3 663,5	29,5%	3 963,9	8,2%	MC (cena bieżąca)	20 355,0
marża EBITDA	12,1%	14,7%		17,6%		18,4%		EV (cena bieżąca)	23 136,1
EBIT	800,7	1 333,8	66,6%	2 087,0	56,5%	2 270,2	8,8%	Free float	15,0%
Zysk netto	865,3	1 202,0	38,9%	1 685,1	40,2%	1 602,1	-4,9%		
P/E	23,5	16,9		12,1		12,7		Zmiana ceny: 1m	0,3%
P/CE	8,9	7,5		6,2		6,2		Zmiana ceny: 6m	-9,2%
P/BV	1,0	1,0		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	-13,3%
EV/EBITDA	8,9	7,5		6,3		6,3		Max (52 tyg.)	4,6
Dyid (%)	5,5	0,7		2,3		3,3		Min (52 tyg.)	3,2



Perspektywa wejścia akcji pracowniczych do obrotu oraz osłabienie złotego infekowały kurs PGNiG w ostatnich tygodniach. Okazało się jednak, że obawy o wzmożoną podaż akcji po 1 lipca były mocno przesadzone i obecnie kurs powinien być wspierany przez efekt większego freefloatu i perspektywę zwiększenia udziału w indeksach. Z kolei polityka zabezpieczeń walutowych powinna pozwolić na istotne zneutralizowanie słabego złotego w 2Q i 3Q tego roku, a dodatkowo może pojawić się wcześniej sygnalizowany pozytywny efekt uzyskanego dyskonta na kontrakcie jamalskim. Zwracamy ponadto uwagę, że w naszej opinii inwestorzy wyraźnie niedoszacowują wartości aktywów wydobywczych Spółki, w szczególności projektów zagranicznych, a tymczasem to ten obszar może w najbliższych miesiącach znaleźć się w centrum zainteresowania rynku w kontekście planowanego uruchomienia produkcji na szelfie norweskim (nawet 1 mld PLN dodatkowego zysku operacyjnego od 2013 roku) oraz doniesień o nowych odkryciach w Pakistanie. Utrzymujemy rekomendację kupuj.

Odkrycie złóż w Norwegii

PGNiG poinformował o odkryciu złoża gazu (9-16 mld m³ zasobów wydobywalnych) na szelfie norweskim w bliskim sąsiedztwie przygotowywanego już do produkcji złoża Skarv. Udział PGNiG w tej koncesji wynosi niecałe 12%, tak więc nowe zasoby bezpośrednio przypadające na polski koncern mogą sięgać od 6,8 mln boe do 11,9 mln boe. Dodatkowa wartość z odkrycia dla PGNiG może więc być szacowana na około 150-260 mln PLN, czyli około 0,7%-1,3% obecnej kapitalizacji. Zwracamy uwagę, że nowe pole będzie prawdopodobnie połączone ze złożem Skarv i eksploatowane przy użyciu tej samej infrastruktury, co zwiększy efektywność produkcji. Łącznie z wcześniej nabytymi aktywami na szelfie norweskim PGNiG posiada obecnie prawa do około 61 mln boe zasobów węglowodorów. Produkcja ma się rozpocząć w sierpniu 2011 roku, a przy osiągnięciu optymalnego poziomu wydobycia sięgnie ona około 0,5 mld m³ gazu rocznie i 400 tys. ton ropy (wolumeny przypadające PGNiG). Szacujemy że przy takich założeniach roczny EBIT z tej działalności będzie wówczas sięgał około 220 mln USD (przy cenie ropy 75 USD/BBU), a zysk netto 60 mln USD (przypominamy o efektywnej stopie podatkowej na poziomie 78%). W 2011 roku w związku z początkową fazą uruchomienia, EBIT może wynieść 57 mln USD, a zysk netto 15 mln USD.

Umowa o emisję obligacji

Zarząd PGNiG podpisał umowę w sprawie programu emisji obligacji do kwoty 3 mld PLN z konsorcjum 6 banków (PKO, Pekao, Bank Handlowy, ING BSK, Societe Generale, BNP Paribas). Program będzie obowiązywał do końca lipca 2013 roku i w jego ramach Spółka będzie mogła emitować obligacje dyskontowe oraz kuponowe z terminem zapadalności od jednego miesiąca do jednego roku, których objęcie jest gwarantowane przez banki. Oprocentowanie obligacji oparte jest o stopę WIBOR powiększoną o marżę, której wysokość uzależniona jest od stopnia wykorzystania programu oraz wskaźnika skonsolidowanego długu netto do skonsolidowanej EBITDA. Pierwsza transza zostanie zapewne przeznaczona na refinansowanie wygasającej w lipcu tego roku linii kredytowej na 1,9 mld PLN. Zwracamy jednak uwagę, że na koniec 1Q PGNiG raportowało gotówkę netto na poziomie 715 mln PLN, a poziom zadłużenia z tytułu kredytów wynosił 1,2 mld PLN. Bilans pozwala naszym zdaniem na założenie, że w perspektywie roku marże kredytowe Spółki nie ulegną zmianie.

Odkrycie złóż w Pakistanie

Agencje informacyjne cytujące przedstawiciela Zarządu PGNiG poinformowały, że Spółka dokonała odkrycia istotnych złóż gazu w Pakistanie. Więcej informacji na ten temat PGNiG zamierza zaprezentować w ciągu najbliższych tygodni. Przypominamy, że wstępne szacunki PGNiG dotyczące zasobów koncesji poszukiwawczej w Pakistanie sięgały 11,6 mld m³. Potwierdzenie takich zasobów byłoby bardzo dobrą informacją.

Aneks do umowy z Policami

Z uwagi na kończący się 30 czerwca termin spłaty należności od chemicznej spółki, PGNiG uzgodnił z dłużnikiem nowe warunki restrukturyzacji tego zadłużenia. Strony postanowiły, że 14,2 mln PLN z kwoty łącznego zadłużenia 143 mln PLN Police spłacą w ciągu 7 dni od podpisania aneksu, a pozostałą kwotę do końca sierpnia. Spółka zgodziła się również na ustanowienie dodatkowych zabezpieczeń na rzecz PGNiG w formie wszystkich udziałów w posiadanych spółkach Supra i Kemipol. Uważamy, że ta ugoda pozwoli na rozwiązanie znacznej części rezerw na należności od Polic. Dodatkowe zabezpieczenia zostały ustanowione na ciekawych aktywach, których spieniężenie nie powinno stanowić problemu.

Umowa na dostawę gazu do Lotosu

PGNiG poinformowało, że podpisało umowę na dostawę gazu z Grupą Lotos. Kontrakt ma być realizowany od 2012 roku (z możliwością 6 miesięcznego opóźnienia) i rocznie obejmować około 447 mln m³ surowca. Lotos po uruchomieniu instalacji 10+ zamierza w procesach technologicznych zastąpić dotychczas używane frakcje ropy naftowej (LPG, benzynę i olej opałowy) w celu ograniczenia emisyjności CO₂ oraz SO_x (podobną decyzję podjęto w Orlenie kilka lat temu). Lotos podpisał również umowę z należącą do PGNiG Pomorską Spółką Gazownictwa dotyczącą budowy gazociągu wysokiego ciśnienia o długości 31 km, który pozwoli nie tylko na podłączenie do sieci rafinerii, ale również pozyskanie nowych klientów w Gdańsku i okolicznych miejscowościach. W obecnym otoczeniu restrykcyjnej polityki URE wzrost sprzedaży wolumenowej nie oznacza bezpośrednio poprawy wyników Spółki. W przyszłości jednak system regulacyjny w Polsce będzie zapewne ulegał zmianie w celu dostosowania go do liberalizacji rynku, budowy interkonektorów czy terminala LNG i wówczas dodatkowe wolumeny powinny pozytywnie oddziaływać na wyniki. Zwracamy jednak uwagę, że PGNiG w przypadku tego kontraktu będzie czerpać dochody również z opłat sieciowych.

Rynek usług poszukiwawczych w Polsce będzie rość

Według medialnych doniesień, zainteresowanie zagranicznych koncernów poszukiwaniami gazu łupkowego w Polsce będzie prowadzić do wzrostu kosztów usług związanych z wierceniami i usługami poszukiwawczymi. Na krajowym rynku dominującą pozycję mają spółki z Grupy PGNiG i na tym etapie prac na złożach konwencjonalnych nie muszą się one obawiać konkurencji zagranicznych podmiotów. PGNiG potwierdza rosnące zainteresowanie usługami z tego obszaru, ale na razie rozmowy o ewentualnych kontraktach znajdują się w początkowej fazie i trudno mówić o szczegółach. Przypominamy, że w 2009 roku spółki świadczące usługi poszukiwawcze wygenerowały w PGNiG 600 mln PLN przychodów zewnętrznych (25% spadek r/r) i marży netto 3,5% wobec 5,9% rok wcześniej (rentowności odnoszą się do przychodów bez wyłączeń, a więc do około 1,7 mld PLN). W perspektywie najbliższych kilku lat można więc oczekiwać poprawy wyników tych podmiotów i prawdopodobnie zwiększenia ich skali działalności. Być może takie otoczenie zewnętrzne pozwoli zrealizować plany PGNiG dotyczące połączenia tych podmiotów w jeden, który następnie przeprowadziłby emisję akcji na GPW.

Dotacje z UE

Komisja Europejska zgodziła się na przyznanie PGNiG państwowych dotacji na rozbudowę magazynów gazu w kwocie 390 mln EUR. W perspektywie 2015 roku PGNiG zamierza rozbudować pojemności magazynowe z obecnych 1,6 mld m³ do 3 mld m³. Łączne nakłady na ten cel mogą sięgnąć 2,8 mld PLN, co uwzględniamy w naszym modelu. Ostateczne podpisanie umowy na wspomniane dotacje (od momentu decyzji może to potrwać około 3-4 miesiące) będzie więc oznaczało konieczność uwzględnienia wpływów w kwocie 1,6 mld PLN (przy założeniu stopniowego wpływu tych środków kwota po zdyskontowaniu wynosi 1,2 mld PLN czyli około 5,9% kapitalizacji Spółki). Oczywiście na ten moment można mieć wątpliwości jak dotacje państwowe wpłyną później na ustalenie tarf magazynowych opartych na wartości netto aktywów magazynowych i czy te inwestycje będą w pełni wynagradzane. Zwracamy jednak uwagę, że obecnie podobnie jak w dystrybucji mechanizm taryfowania usług magazynowych jest już jasno ustalony i praktycznie zysk operacyjny z tego obszaru jest zbliżony do zwrotu z WRA, a więc około 10% z 3 mld PLN. Ukończenie inwestycji magazynowych za 2,8 mld PLN oznaczałoby więc w najlepszym scenariuszu prawie podwojenie zysków z tego tytułu, co często nie jest przez rynek uwzględniane (często więc capex magazynowy jest traktowany jako wydatki obniżające wycenę Spółki).

Nabycie udziałów w licencji wydobywczej

Zarząd Spółki poinformował, że PGNiG Norway dokonało zakupu 10% udziałów w licencji PL326 na Norweskim Szelfie Kontynentalnym na podstawie umowy ze Statoil Petroleum. Po zawarciu umowy udział poszczególnych firm w licencji będzie wyglądać następująco: Norske Shell (50% udziałów), Statoil Petroleum 30% udziałów), Gaz de France SUEZ E&P Norge (10% udziałów) oraz PGNiG Norway (10% udziałów). Wejście umowy w życie wymaga zgody norweskiego Ministerstwa Ropy i Energii. Zasoby wydobywane gazu na tej koncesji, wstępnie potwierdzone przez odwiert w 2009 roku, są oceniane jako znaczące, a ten rejon Morza Norweskiego uważa się za jeden z najbardziej perspektywicznych. Obecnie prowadzony jest jeszcze jeden odwiert rozpoznawczy i planowane są uzupełniające badania sejsmiczne.



PGNiG przygląda się prywatyzacji Enei

Ministerstwo Skarbu zaprosiło inwestorów do negocjacji w sprawie kupna pakietu kontrolnego Enei. Resort chciałby sfinalizować tę transakcję na przełomie 2010 i 2011 roku. Prywatyzacji przygląda się również PGNiG. Potencjalne zaangażowanie PGNiG w Eneę przy aktualnej bardzo atrakcyjnej wycenie tej spółki ocenialibyśmy pozytywnie pod warunkiem, że oznaczałoby to przejście pełnej kontroli nad energetycznym koncernem. Zwracamy jednak uwagę, że wartość rynkowa pakietu 51% należącego do MSP (resort ma obecnie ponad 60% akcji, ale ponad 9% to walory, które będą przydzielane pracownikom) wynosi obecnie 3,9 mld PLN, tak więc na sfinansowanie transakcji PGNiG musiałby zorganizować finansowanie pomostowe (po transakcji można je częściowo zrefinansować gotówką z Enei).



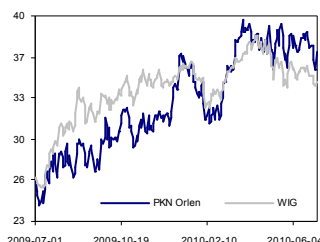
PKN Orlen (Trzymaj)

Cena bieżąca: 36,98 PLN Cena docelowa: 40,2 PLN

Analitik: Kamil Kliszc

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-08

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	79 533,0	67 928,0	-14,6%	83 784,3	23,3%	89 823,6	7,2%	Liczba akcji (mln)	427,7
EBITDA	888,4	3 665,0	312,5%	4 248,3	15,9%	4 964,1	16,9%	MC (cena bieżąca)	15 816,7
marża EBITDA	1,1%	5,4%		5,1%		5,5%		EV (cena bieżąca)	30 766,7
EBIT	-1 603,0	1 097,0		1 619,3	47,6%	2 030,3	25,4%	Free float	62,2%
Zysk netto	-2 505,2	1 308,7		1 553,0	18,7%	1 502,7	-3,2%		
P/E		12,1		10,2		10,5		Zmiana ceny: 1m	-3,6%
P/CE		4,1		3,8		3,6		Zmiana ceny: 6m	0,5%
P/BV	0,9	0,8		0,8		0,7		Zmiana ceny: 12m	50,3%
EV/EBITDA	35,0	7,8		7,2		6,5		Max (52 tyg.)	39,6
Dyid (%)	4,4	0,0		0,0		2,0		Min (52 tyg.)	24,3



Akcje Orlenu w czerwcu zanotowały spadki, ale nie odbiegały one istotnie od tendencji na głównych indeksach. Tendencje na rynku rafineryjnym nie były w ostatnich tygodniach jednoznaczne i choć z jednej strony obserwowaliśmy lekką poprawę marż produktowych to z kolei odnotowaliśmy mocny spadek dyferencjału Ural/Brent. Nie zmienia to oczywiście faktu, iż średnie otoczenie makro w 2Q było na poziomie operacyjnym dla Spółki znacznie bardziej korzystne niż w 1Q (również jeśli chodzi o segment petrochemiczny). Nie można jednak zapominać również o tym, że osłabienie złotego wpłynie negatywnie na wysokość zadłużenia walutowego i obciąży poziom kosztów finansowych. W kontekście tych sprzecznych tendencji rynkowych na razie utrzymujemy neutralną rekomendację, ale uważamy że sektor znajduje się obecnie w przełomowym momencie i jeśli fundamentalne dane z amerykańskiego rynku paliw potwierdzą kontynuację odbudowy rynku diesla nie wykluczamy podniesienia zalecenia inwestycyjnego dla Spółki.

Sprzedaż Anwilu w częściach

Wiceprezes Sławomir Jędrzejczyk poinformował, że po fiasku rozmów z ZAP, koncern rozważa sprzedaż poszczególnych linii biznesowych Anwilu oddzielnie. Podobno Spółka otrzymywała zapytania dotyczące osobnego zakupu tych aktywów. Ewentualna finalizacja takiej transakcji byłaby możliwa jednak dopiero w przyszłym roku. Orlen zastrzega, że obecnie nie planuje wprowadzania Anwilu na giełdę. Sprzedaż poszczególnych linii osobno oczywiście może poszerzyć krąg zainteresowanych inwestorów, ale taki proces będzie wymagał czasu.

Budowa elektrowni z partnerami

Według prasowych doniesień, PKN Orlen po uzyskaniu w marcu pozwolenia na przyłączenie do sieci elektrowni gazowej we Włocławku, poszukuje obecnie partnera do tego projektu. Spółka chce zachować kontrolę nad tym przedsięwzięciem (51%), ale inwestycję ma realizować z podmiotem branżowym lub finansowym. Nowy blok ma mieć moc 420-490 MWe, kontrakt na jego budowę ma być podpisany w 3Q 2011 roku, a uruchomienie to perspektywa lat 2014-15. Na razie jest to projekt w fazie przygotowawczej i dlatego nie uwzględniamy go w naszym modelu. Na ten moment można szacować, że budowa tej elektrowni będzie kosztować około 400 mln EUR.



Police (Trzymaj)

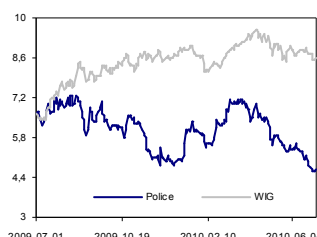
Cena bieżąca: 4,65 PLN

Cena docelowa: 5,5 PLN

Analitik: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2010-06-02

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 403,6	1 485,6	-38,2%	1 919,9	29,2%	2 168,7	13,0%	Liczba akcji (mIn)	75,0
EBITDA	230,1	-327,4		70,5		123,5	75,2%	MC (cena bieżąca)	348,8
marża EBITDA	9,6%	-22,0%		3,7%		5,7%		EV (cena bieżąca)	706,1
EBIT	164,0	-407,5		-6,1	-98,5%	50,5		Free float	26,2%
Zysk netto	28,7	-422,1		-12,3	-97,1%	25,9			
P/E	12,1					13,5		Zmiana ceny: 1m	-13,6%
P/CE	3,7			5,4		3,5		Zmiana ceny: 6m	-7,6%
P/BV	0,4	0,7		0,7		0,6		Zmiana ceny: 12m	-27,7%
EV/EBITDA	1,6			10,0		5,6		Max (52 tyg.)	7,3
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	4,6



Sytuacja na rynku nawozowym nadal nie ulega istotnej zmianie, co zwiastuje słabe wyniki finansowe Polic w 2Q'2010 i stawia pod znakiem zapytania osiągnięcie break even w całym roku. Nie spodziewamy się również aby zakończenie negocjacji z głównymi wierzycielami mogło pozytywnie wpłynąć na wycenę Spółki, a otrzymana pomoc ratunkowa od ARP to tylko niezbędne minimum do kontynuacji działalności. W najbliższej perspektywie jedynym pozytywnym czynnikiem, który może wpłynąć na kurs Polic jest prywatyzacja Spółki. Nie spodziewamy się co prawda zainteresowania tą ofertą inwestorów branżowych z zagranicy, ale ostatnie doniesienia wskazują, że nie można wykluczyć zaangażowania w tę transakcję ZA Puławy.

Pomoc od ARP i spekulacje o potencjalnym inwestorze

Police ostatecznie podpisały umowę z ARP w sprawie pożyczki ratunkowej na 150 mln PLN (spłata 25 listopada), na którą niedawno zgodę wyraziła Komisja Europejska. W prasie pojawiły się ponadto spekulacje, iż zakupem polickich zakładów jest zainteresowana francuska grupa chemiczna Arkema o rocznych obrotach sięgających 5,6 mld EUR. Zarząd Polic nie potwierdził tych informacji i zalecamy ostrożność w dyskontowaniu tego typu doniesień. Analizując portfel produktowy francuskiej Arkemy nie dostrzegamy żadnych istotnych synergii wynikających z przejęcia przez ten koncern Polic. Uważamy również, że w obecnych warunkach makro raczej nie można spodziewać się premii w ofertach inwestorów branżowych.

Uzupełnienie w Radzie Nadzorczej

Po niedawnej rezygnacji Zygmunta Kwiatkowskiego z funkcji Przewodniczącego Rady Nadzorczej Polic, akcjonariusze powołali do nadzoru Pana Jerzego Majchrzaka (dyrektor Polskiej Izby Przemysłu Chemicznego i były szef ZAK).

Decydujące rozmowy z wierzycielami

Police do końca czerwca musiały osiągnąć porozumienie w sprawie wydłużenia wygasających linii kredytowych w PKO BP i Pekao na kwotę 160 mln PLN, a także uzgodnić warunki restrukturyzacji zadłużenia z PGNiG wynoszącego nominalnie 143 mln PLN. Ostatecznie stosowne aneksy dotyczące tych długów zostały podpisane. W przypadku banku Pekao limit kredytowy na 80 mln PLN został wydłużony do 19 listopada tego roku, a w przypadku PKO BP limit na 82 mln PLN wydłużono do 15 stycznia 2011 pod warunkiem przedłożenia do 19 listopada br. dokumentu potwierdzającego przedłużenie terminu spłaty pożyczki od ARP. Jeśli chodzi o wierzytelności wobec PGNiG to strony uzgodniły, iż 14,2 mln PLN z kwoty łącznego zadłużenia 143 mln PLN Police spłacą w ciągu 7 dni od podpisania aneksu, a pozostałą kwotę do końca sierpnia. Spółka zgodziła się również na ustanowienie dodatkowych zabezpieczeń na rzecz PGNiG w formie wszystkich udziałów w posiadanych spółkach Supra i Kemipol.



ZA Puławy (Trzymaj)

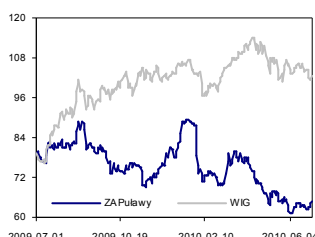
Cena bieżąca: 64,9 PLN

Cena docelowa: 72,05 PLN

Analityk: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2010-01-06

(mIn PLN)	2008/09	2009/10P	zmiana	2010/11P	zmiana	2011/12P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 396,8	2 028,4	-15,4%	2 391,1	17,9%	2 848,6	19,1%	Liczba akcji (mIn)	19,1
EBITDA	407,2	139,0	-65,9%	200,9	44,5%	407,4	102,8%	MC (cena bieżąca)	1 240,6
marża EBITDA	17,0%	6,9%		8,4%		14,3%		EV (cena bieżąca)	1 256,2
EBIT	338,3	67,9	-79,9%	101,2	49,1%	282,4	179,0%	Free float	29,2%
Zysk netto	194,6	67,8	-65,2%	82,5	21,8%	226,9	174,9%		
P/E	6,4	18,3		15,0		5,5		Zmiana ceny: 1m	4,8%
P/CE	4,7	8,9		6,8		3,5		Zmiana ceny: 6m	-21,3%
P/BV	0,8	0,8		0,8		0,7		Zmiana ceny: 12m	-16,8%
EV/EBITDA	1,6	7,8		6,3		2,8		Max (52 tyg.)	89,5
Dyid (%)	6,6	15,7		1,4		1,7		Min (52 tyg.)	61,1



ZA Puławy w czerwcu zachowywały się lepiej od szerokiego rynku mimo wydaje się jednoznacznie negatywnych deklaracji Prezesa o zainteresowaniu prywatyzacją Polic i utrzymujących się spadkowych tendencji na europejskim rynku nawozowym. Na pewno na względną stabilność kursu w ostatnich 2 miesiącach ma wpływ atrakcyjna już wycena wynikająca z mocnych spadków z 1Q'2010 (na bazie naszej prognozy EBITDA na przyszły rok obrotowy wskaźnik EV/EBITDA oscyluje wokół 5,2) oraz obserwowane obecnie bardzo korzystne marże na rynku kaprolaktamu. Na razie jednak jeszcze radzimy wstrzymanie się z inwestycją w ZAP w oczekiwaniu na słabe wyniki 2Q i 3Q oraz ostateczne rozstrzygnięcie kwestii zaangażowania w Policach (ryzyko wysokiej ceny w transakcji z MSP). Utrzymujemy neutralną rekomendację.

Prezes o akwizycjach

W wywiadzie prasowym Prezes Jarczewski zapowiedział, że Puławy podtrzymują swoje plany akwizycyjne, mimo fiaska rozmów o zakupie Anwilu. Spółka nadal będzie obserwować spółkę z Włocławka i jeśli Orlen ponownie wystawi ją na sprzedaż (w całości lub w częściach) to ZAP będą zainteresowane. Puławy odebrały również memorandum prywatyzacyjne Polic i analizują ten projekt. Nie wykluczają ponadto przejęć zagranicznych, przede wszystkim wzmacniających pozycję dystrybucyjną na kluczowych rynkach (udziały w tego typu podmiotach), ale analizują także projekty produkcyjne w Europie Środkowej. Strategia akwizycyjna Puław nie zmienia się od dawna, ale kluczowe będą konkretne projekty i parametry ewentualnych przejęć. Zakup ZCH Police inwestorzy na tym etapie mogą jednak postrzegać raczej jako ryzyko niż potencjalną budowę wartości dodanej.

Energetyka



CEZ (Trzymaj)

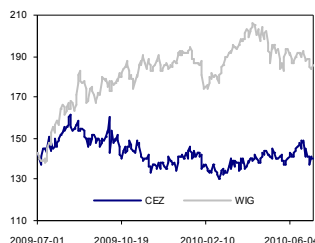
Cena bieżąca: 140,4 PLN Cena docelowa: 140,3 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-03

Podstawowe dane (mIn PLN)

(mIn CZK)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana		
Przychody	183 958,0	196 352,0	6,7%	189 756,3	-3,4%	194 221,9	2,4%	Liczba akcji (mln)	538,0
EBITDA	88 744,0	91 075,0	2,6%	87 198,9	-4,3%	87 942,5	0,9%	MC (cena bieżąca)	75 533,8
marża EBITDA	48,2%	46,4%		46,0%		45,3%		EV (cena bieżąca)	101 180,9
EBIT	66 654,0	68 199,0	2,3%	61 657,7	-9,6%	61 339,4	-0,5%	Free float	29,3%
Zysk netto	46 510,0	51 547,0	10,8%	47 095,3	-8,6%	46 677,9	-0,9%		
P/E	11,0	9,1		9,9		10,0		Zmiana ceny: 1m	-1,7%
P/CE	7,5	6,3		6,4		6,4		Zmiana ceny: 6m	-0,5%
P/BV	3,0	2,3		2,1		2,0		Zmiana ceny: 12m	182,9%
EV/EBITDA	6,9	6,6		7,2		7,5		Max (52 tyg.)	161,1
Dywid (%)	4,6	5,7		6,3		5,8		Min (52 tyg.)	130,0



W czerwcu akcje CEZ po uwzględnieniu dywidendy (8,43 PLN na akcję) zachowywały się istotnie lepiej od rynku (+6,1% wobec -4,2% indeksu WIG), ale poza wspomnianym dniem dywidendy nie obserwowaliśmy istotnych czynników mogących stanowić wsparcie dla kursu energetycznego koncernu. Nadal uważamy, że wobec braku znaczącego odbicia cen energii na giełdzie EEX czeska spółka jest znacznie mniej atrakcyjna pod względem inwestycyjnym od polskich koncernów. Utrzymujemy neutralną rekomendację.

Krótką listą na Energe

Do badania ksiąg Energi resort skarbu dopuścił 5 podmiotów: CEZ, PGE, Kulczyk Holding (wraz z funduszami Goldman Sachs), GDF Suez oraz Energetický a Průmyslový Holding (fundusze private equity). Wiążące oferty będą prawdopodobnie składane po wakacjach. Energa to koncern energetyczny o bardzo atrakcyjnej strukturze wytwarzania (33% z 1,1 GW zainstalowanej mocy skoncentrowane jest w elektrowniach wodnych). Spółka nie wymaga w naszej opinii istotnych nakładów odtworzeniowych i generuje wysoką rentowność. Kluczowa oczywiście będzie cena zakupu, ale jeśli wskaźniki będą zbliżone do dzisiejszych waluacji PGE czy ENEI to zakup Energi przez któryś z podmiotów na pewno będzie kreował dodatkową wartość dla jego akcjonariuszy.



Enea (Kupuj)

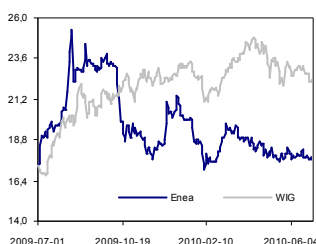
Cena bieżąca: 17,87 PLN

Cena docelowa: 21,24 PLN

Analitik: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2010-06-02

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	6 157,8	7 167,3	16,4%	7 519,7	4,9%	7 602,7	1,1%	Liczba akcji (mln)	441,4
EBITDA	882,7	1 167,0	32,2%	1 365,4	17,0%	1 379,8	1,1%	MC (cena bieżąca)	7 888,6
marża EBITDA	14,3%	16,3%		18,2%		18,1%		EV (cena bieżąca)	5 632,2
EBIT	251,4	505,6	101,1%	698,8	38,2%	699,5	0,1%	Free float	18,4%
Zysk netto	215,4	513,6	138,5%	653,4	27,2%	654,8	0,2%		
P/E	36,6	15,4		12,1		12,0		Zmiana ceny: 1m	-0,4%
P/CE	9,3	6,7		6,0		5,9		Zmiana ceny: 6m	-14,0%
P/BV	0,9	0,8		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	-5,4%
EV/EBITDA	6,2	6,1		4,1		4,8		Max (52 tyg.)	25,3
Dyid (%)	1,3	2,6		3,3		4,1		Min (52 tyg.)	17,1



Enea podobnie jak PGE znajdowała się w ostatnich miesiącach pod negatywnym wpływem prowadzonej oferty publicznej Tauronu, ale w czerwcu kurs zachowywał się mimo tego nieco lepiej od szerokiego indeksu. Podtrzymujemy rekomendację kupuj i uważamy że negatywny sentyment do Spółki nie ma uzasadnienia w fundamentach. Przykładem może być ostatnia decyzja Zarządu dotycząca rezygnacji z zakupu PAK, która to akwizycja była wymieniana przez inwestorów jako jedno z głównych ryzyk obniżenia wartości koncernu i nieefektywnego alokowania posiadanej przez Eneę gotówki. Tymczasem na tę wiadomość kurs akcji praktycznie nie zareagował. Pozytywnym katalizatorem dla notowań powinien być również wznowiony właśnie proces prywatyzacji.

ENEA rezygnuje z ZE PAK

Zarząd Enei zdecydował, że nie złoży wiążącej oferty zakupu udziałów w ZE PAK. Przeprowadzona analiza due diligence pozwoliła Spółce wykazać trzy powody rezygnacji z tej inwestycji. Po pierwsze zidentyfikowane zostały dodatkowe ryzyka. Po drugie nie miała ona dostępu do dokumentów, o które wnioskowała, a które jej zdaniem powinny być przeanalizowane na tym etapie procesu. Po trzecie nie osiągnięto porozumienia z trzecim akcjonariuszem w sprawie ładu korporacyjnego.

MSP zaprasza do negocjacji

Ministerstwo Skarbu zaprosiło inwestorów do negocjacji w sprawie kupna pakietu kontrolnego Enei. Resort chciałby sfinalizować tę transakcję na przełomie 2010 i 2011 roku. Nadal uważamy, że aktualna wycena Enei jest bardzo atrakcyjna i że tym razem proces prywatyzacji uda się zakończyć powodzeniem. Zainteresowani zakupem kontrolnego pakietu w Enei mogą składać oferty do 27 lipca. Według doniesień prasowych zakup tego pakietu nadal rozważa Vattenfall. Oferty na pewno nie złoży natomiast RWE. Prywatyzacji przygląda się również PGNiG i czeski CEZ.



PGE (Kupuj)

Cena bieżąca: 21 PLN

Cena docelowa: 27,9 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-30

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	19 408,7	21 623,4	11,4%	21 123,7	-2,3%	22 348,1	5,8%	Liczba akcji (mIn)	1 730,1
EBITDA	5 846,9	7 983,4	36,5%	7 394,2	-7,4%	7 950,2	7,5%	MC (cena bieżąca)	36 331,9
marża EBITDA	30,1%	36,9%		35,0%		35,6%		EV (cena bieżąca)	42 680,1
EBIT	3 262,3	5 344,7	63,8%	4 667,4	-12,7%	4 889,6	4,8%	Free float	15,0%
Zysk netto	1 920,2	3 370,7	75,5%	3 138,3	-6,9%	3 305,3	5,3%		
P/E	16,1	10,8		11,6		11,0		Zmiana ceny: 1m	-0,5%
P/CE	6,9	6,0		6,2		5,7		Zmiana ceny: 6m	-13,5%
P/BV	1,4	1,2		1,1		1,1		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	7,5	5,6		5,8		5,9		Max (52 tyg.)	26,5
Dyid (%)	1,4	3,4		3,6		4,3		Min (52 tyg.)	19,7



Trwająca oferta Taurona na pewno nie pomagała notowaniom PGE, ale mimo tego obciążenia akcje koncernu zachowywały się w czerwcu lepiej od szerokiego indeksu. Naszym zdaniem taka tendencja powinna się utrzymywać, gdyż inwestorzy powinni coraz większą uwagę przywiązywać do perspektywy znaczącej poprawy wyników w 2011 roku, kiedy to uruchomiony zostanie nowy blok w Elektrowni Bełchatów (nawet do 1 mld PLN dodatkowego strumienia EBITDA w skali roku) i możliwe jest zaksięgowanie wyższych rekompensat KDT niż w roku 2010. Zwracamy uwagę, że nowa jednostka będzie już w rozruchu w końcówce tego roku, tak więc pozytywnych przepływów pieniężnych można oczekiwać już w 4Q'10 i 1Q'11, mimo planowanego ostatecznego oddania inwestycji do użytku w kwietniu 2011 roku. Znacznie mniejsza od oczekiwań podaż akcji pracowniczych PGNiG po ich wejściu do obrotu powinna dodatkowo zrewidować oczekiwania rynku dotyczące emisji akcji PGE dla pracowników na jesieni tego roku. Utrzymujemy rekomendację kupuj.

Zapowiedź rewizji planów inwestycyjnych

Wiceprezes PGE Wojciech Topolnicki zapowiedział, że w najbliższych miesiącach należy spodziewać się rewizji planów inwestycyjnych koncernu, szczególnie w zakresie budowy źródeł odnawialnych (zarówno wielkość planowanych projektów jak i ich harmonogram). Zmienić się mogą także szacunki wydatków na energetykę konwencjonalną gdyż wiele wskazuje na to, że średni koszt budowy 1 MW będzie niższy niż pierwotnie szacowano. Benchmarkiem dla nowych kalkulacji będzie przetarg na nowe bloki w Elektrowni Opolo (3-4Q'2010). W naszych prognozach na lata 2010-12 zakładamy realizację inwestycji w farmy wiatrowe na kwotę 3,7 mld PLN, a do projekcji wydatków na budowę bloków konwencjonalnych przyjmowaliśmy konserwatywne wskaźniki kosztów budowy i widzimy potencjał do obniżenia capex.

Porozumienie ze związkami kopalni w sprawie konsolidacji

Zarząd PGE osiągnął porozumienie ze związkami zawodowymi w obszarze wydobywania. Oznacza to, że strona społeczna w kopalniach w Bełchatowie i Turowie zgodziła się na przeprowadzenie konsolidacji w Grupie PGE z zachowaniem już istniejących uprawnień i gwarancji, ale bez ich rozszerzania. Negocjacje w celu zawarcia analogicznych porozumień w pozostałych obszarach trwają i powinny zakończyć się wkrótce. Osiągnięcie porozumienia bez dodatkowych świadczeń dla pracowników to dobra informacja, aczkolwiek kluczowe będzie osiągnięcie podobnego kompromisu w segmencie wytwarzania.

Prezes o przejęciu Energi

W wywiadzie prasowym Prezes Tomasz Zadroga zapowiedział, iż po ewentualnym sfinalizowaniu przejęcia Energi będzie ona funkcjonować jako autonomiczna grupa kapitałowa w ramach PGE i będzie skupiać się na zarządzaniu projektem jądrowym oraz inwestycjami w obszarze energetyki odnawialnej. PGE zamierza sfinansować akwizycję ze środków własnych choć nie wyklucza, że w przypadku atrakcyjnych warunków może również sięgnąć po dług. Brak pełnej konsolidacji Energi z PGE wynika zapewne z obowiązujących w energetyce gwarancji zatrudnienia i silnej pozycji związków zawodowych, dlatego też po ewentualnym przejęciu koncernu z Gdańska nie należy oczekiwać redukcji kosztów wynikającej z optymalizacji zatrudnienia i centralizacji zarządzania. Główną wartością tej akwizycji może być naszym zdaniem cena w kontekście niskich obecnie waluacji koncernów energetycznych na GPW, tym bardziej że Energa nie wymaga w najbliższych latach istotnych odtworzeniowych nakładów inwestycyjnych.

Dywidenda 76 groszy na akcję

WZA PGE zdecydowało o wypłacie 1,3 mld PLN z ubiegłorocznego zysku w formie dywidendy, co daje 76 groszy na akcję. Dzień dywidendy wyznaczono na 22 września, a termin wypłaty na 12 października. Wysokość dywidendy zgodna z oczekiwaniami i wcześniejszymi propozycjami Zarządu.

Telekomunikacja



Netia (Trzymaj)

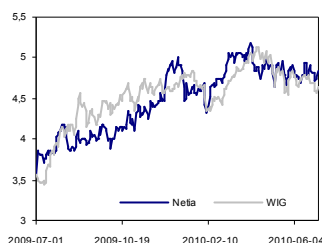
Cena bieżąca: 4,83 PLN

Cena docelowa: 4,3 PLN

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-06

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 112,4	1 505,9	35,4%	1 525,4	1,3%	1 629,0	6,8%	Liczba akcji (mln)	389,2
EBITDA	170,6	284,3	66,6%	323,5	13,8%	359,3	11,1%	MC (cena bieżąca)	1 879,7
marża EBITDA	15,3%	18,9%		21,2%		22,1%		EV (cena bieżąca)	1 597,1
EBIT	-99,7	-14,2	-85,7%	33,7		79,2	135,1%	Free float	100,0%
Zysk netto	230,6	88,7	-61,6%	37,4	-57,8%	78,1	108,6%		
P/E	8,2	21,2		50,2		24,1		Zmiana ceny: 1m	1,3%
P/CE	3,8	4,9		5,7		5,2		Zmiana ceny: 6m	-0,2%
P/BV	1,0	0,9		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	27,1%
EV/EBITDA	9,9	6,0		4,9		4,2		Max (52 tyg.)	5,2
Dyid (%)	0,0	-0,6		2,0		4,2		Min (52 tyg.)	3,7



Naszym zdaniem rynek dyskontuje wzrost bazy abonenckiej, która jednak nie przekłada się na adekwatny wzrost przychodów. Oszczędności kosztowe mają miejsce m.in. w obszarach sprzedażowych a marże EBITDA dodatkowo podwyższają jednorazowe zdarzenia. Wyczerpuje się również efekt prostych oszczędności związanych z połączeniem z Tele2 Polska. Plusem są oszczędności na poziomie kosztów ogólnego zarządu. W związku ze strategią i zmianą regulacji przez UKE w najbliższej przyszłości Netii będzie coraz trudniej zdobywać rynek. Podtrzymujemy neutralną rekomendację.

Przetarg na LTE nie wcześniej niż pod koniec roku

UKE zaoferuje częstotliwości przewidziane dla nowoczesnych mobilnych systemów łączności elektronicznej (m.in. LTE, 790-862 MHz) w jednej aukcji. W najbardziej optymistycznej wersji przetarg mógłby odbyć się pod koniec roku z rozstrzygnięciem już w roku 2011. Harmonogram zależy od decyzji wojska, które musi zwolnić niskie częstotliwości. Prezes Streżyńska stwierdziła, że nie będzie preferować nowych podmiotów wchodzących na rynek. Ze względu na odległą datę, bez wpływu na kursy spółek telekomunikacyjnych. W długim okresie technologia może być zagrożeniem przede wszystkim dla Netii. TPSA prawdopodobnie kupi częstotliwość.



TP SA (Akumuluj)

Cena bieżąca: 14,6 PLN

Cena docelowa: 16,1 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-23

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	18 165,0	16 560,0	-8,8%	15 516,0	-6,3%	15 211,5	-2,0%	Liczba akcji (mIn)	1 335,6
EBITDA	7 630,0	6 246,0	-18,1%	5 662,8	-9,3%	5 668,3	0,1%	MC (cena bieżąca)	19 500,5
marża EBITDA	42,0%	37,7%		36,5%		37,3%		EV (cena bieżąca)	24 344,8
EBIT	3 313,0	2 096,0	-36,7%	1 813,8	-13,5%	1 884,8	3,9%	Free float	46,0%
Zysk netto	2 188,0	1 280,0	-41,5%	1 150,0	-10,2%	1 204,1	4,7%		
P/E	9,1	15,2		17,0		16,2		Zmiana ceny: 1m	-6,4%
P/CE	3,1	3,6		3,9		3,9		Zmiana ceny: 6m	-12,0%
P/BV	1,2	1,2		1,2		1,3		Zmiana ceny: 12m	-5,1%
EV/EBITDA	3,3	3,8		4,3		4,3		Max (52 tyg.)	19,0
Dyid (%)	11,7	10,3		10,3		10,3		Min (52 tyg.)	14,1



2010 będzie dla TP trudny (dalszy spadek przychodów i marży EBITDA), ale wycenę spółki broni dywidenda (DY: 10,5%). Nadal wierzymy, że w przyszłym roku spółka również wypłaci akcjonariuszom 1,5 PLN na akcje. Otoczenie w jakim działa TP już teraz zmienia się na jej korzyść (porozumienie z UKE daje szansę na odzyskanie części rynku dostępu do internetu, UKE wycofuje się z agresywnej polityki utrzymywania asymetrii MTR). Obecnie ceny usług mobilnych w Polsce są jednymi z najtańszych w Europie. Drugie półrocze powinno już pokazać poprawę wyników TP i rosnącą liczbę abonentów w kluczowych dla operatora obszarach. W najbliższych trzech latach, przy wzroście wydatków inwestycyjnych związanych z porozumieniem z UKE (dodatkowo 800-900 mln PLN rocznie) TP nadal będzie generować 2-2,3 mld PLN FCF, co pozwoli operatorowi utrzymać dywidendę w tym okresie na poziomie 1,5 PLN na akcje. Naszym zdaniem inwestorzy uwzględniają w wycenie negatywne zdarzenia (szybką erozję przychodów i zysków, wyższy CAPEX, DPTG) pomijając potencjalne pozytywne (część inwestycji może być finansowana z programu „Innowacyjna gospodarka” - łączny budżet 300 mln EUR; zakończenie sporu ws. dopłaty do usługi powszechnej może dać jednorazowo TP 300-500 mln PLN gotówki i kolejne ponad 100 mln PLN rocznie; pozytywny wpływ CAPEXu na przychody). Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

TP i P4 razem w przetargu na LTE

Centertel z grupy TPSA i P4 złożyli do UOKiK wnioski o zgodę na założenie spółki, która ma wystartować w przetargu na pasmo 2,6 GHz (LTE - kilkakrotnie szybszy transfer niż UMTS). Ostateczna decyzja o wspólnym starcie po koncesje zapadnie po decyzji UOKiK i zapoznaniu się z finalnym kształtem dokumentacji przetargowej przygotowywanej przez UKE. Wspólne wystąpienie o częstotliwość jest właściwą strategią pozwalającą zaoszczędzić kilkaset mln PLN. Czy jest wstępem do przejęcia? W praktyce pozwoliłoby Centertelowi na szybkie zrealizowanie strategii powrotu na pozycję lidera (przychody, abonenci) telefonii komórkowej w Polsce zapowiadanej przez Zarząd. Problemem może być dublująca się infrastruktura, za którą Centertel musiałby zapłacić. Byłoby to raczej drogie przejęcie. Jeżeli Polkomtel porozumie się z PTC to możliwe, że w przetargu można będzie kupić częstotliwość LTE za rozsądne pieniądze. W Niemczech częstotliwości zostały sprzedane za kilka mln EUR. Pozytywny wpływ na kurs.

Pomysł na obniżenie kosztów

Rozpoczynają się protesty pracowników TP, którzy są przeciwni wydzieleniu do zewnętrznej spółki ok. 5 tys. pracowników odpowiedzialnych za obsługę klienta w TP i Orange. TP zamierza w ten sposób zaoszczędzić ok. 150 mln PLN w ciągu pięciu lat. Przeniesieni pracownicy zachowają dotychczasowe wynagrodzenia i gwarancję 18 miesięcznego zatrudnienia. Wpływ na poziom kosztów jest raczej niewielki – szczególnie w pierwszych dwóch latach, pokazuje jednak, że TP wdraża różnego rodzaju działania restrukturyzacyjne.

Media

Prognozy ZenithOptimedia Polska dla polskiego rynku reklamowego

Zgodnie z nowymi prognozami ZenithOptimedia rynek reklamy urośnie w tym roku o 1,3%, a w przyszłym roku tempo wzrostu przyspieszy do 7,3%. Najszybciej będzie rozwijał się segment reklamy online, który w tym roku zgodnie z prognozami ma wzrosnąć o 16,1%, by w 2011 roku rozwijać się w tempie 20-25%. Przewidujemy nieco inną ścieżkę wzrostu rynku reklamowego z wyższym tegorocznym wzrostem (+4,0%) i niższym przyszłorocznym (+5,0%).



Agora (Trzymaj)

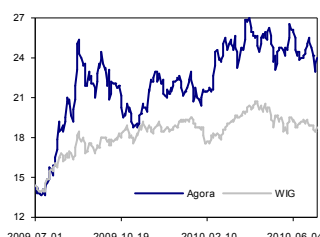
Cena bieżąca: 24 PLN

Cena docelowa: 25,2 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-27

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 277,7	1 110,1	-13,1%	1 087,8	-2,0%	1 134,0	4,2%	Liczba akcji (mln)	50,9
EBITDA	128,4	134,1	4,4%	149,8	11,7%	148,9	-0,6%	MC (cena bieżąca)	1 222,5
marża EBITDA	10,0%	12,1%		13,8%		13,1%		EV (cena bieżąca)	985,6
EBIT	44,6	52,9	18,6%	65,4	23,6%	64,2	-1,8%	Free float	54,3%
Zysk netto	23,4	38,3	63,6%	59,5	55,3%	61,9	4,1%		
P/E	56,4	31,9		20,6		19,8		Zmiana ceny: 1m	-7,7%
P/CE	12,3	10,2		8,5		8,3		Zmiana ceny: 6m	8,2%
P/BV	1,1	1,0		1,0		1,0		Zmiana ceny: 12m	73,3%
EV/EBITDA	9,4	7,7		6,6		6,2		Max (52 tyg.)	27,0
Dyid (%)	0,0	1,6		2,4		2,5		Min (52 tyg.)	13,6



W czerwcu pojawiła się informacja o dużej fuzji w segmencie reklamy zewnętrznej. Polski oddział Stroera przejmie News Outdoor należący do News Corp Ruperta Murdocha wyprzedzając AMS i stając się liderem rynkowym. Uważamy, że segment outdoorowy był dla Agory ciekawym polem do wykorzystania dekonstrukcji i posiadanych nadwyżek pieniężnych oraz wzmocnienia pozycji konkurencyjnej grupy i z tego względu dopuszczanie do konsolidacji rynku przez głównego konkurenta rozpatrujemy negatywnie. Mimo to posiadane przez spółkę zasoby gotówkowe wciąż pozwalają na dokonanie interesujących przejęć, a wspomniani dwaj konkurenci nie wyczerpują listy potencjalnych celów akwizycji. Agora wciąż notowana jest z dyskontem do zagranicznych wydawców prasowych na wskaźniku EV/EBITDA (6,6 vs. 7,2), co naszym zdaniem nie jest uzasadnione biorąc pod uwagę długoterminowe perspektywy wzrostu rynku reklamy w Polsce i w krajach rozwiniętych. Rekomendujemy trzymanie akcji Agory.

Kwietniowe wyniki sprzedaży egzemplarzowej dzienników

W kwietniu sprzedaż egzemplarzowa *Gazety Wyborczej* spadła w porównaniu do poprzedniego roku o 1,5%. W tym samym czasie sprzedaż *Rzeczpospolitej* wzrosła o 8,0%, *Faktu* o 5,4% a *Super Expressu* o 9,1%. W odniesieniu do sprzedaży kioskowej *Gazeta Wyborcza* zanotowała 4,5% wzrost, przy 58,0% wzroście sprzedaży *Rzeczpospolitej*. Porównywalność danych jest mocno zaburzona przez tragedię pod Smoleńskiem i związany z nią wzrost konsumpcji prasy. Wciąż jednak widoczna jest relatywna słabość *Gazety Wyborczej* w stosunku do głównego konkurenta – *Rzeczpospolitej*. Sprzedaż kioskowa tej drugiej wzrosła w ujęciu bezwzględnym o 18,7 tys. r/r przy wzroście sprzedaży *Gazety Wyborczej* o 10,9 tys. r/r. Maj powinien najprawdopodobniej przynieść przynajmniej czasowe przełamanie negatywnego trendu sprzedażowego (efekt bardzo niskiej bazy) jednak wciąż brakuje czynników wskazujących na poprawę sytuacji w dłuższym okresie. Póki co niezachwiane przez słabe wyniki sprzedaży były wskaźniki czytelnictwa tytułu Agory, co powoduje, że niższe wpływy ze sprzedaży egzemplarzowej nie powinny póki co pociągać za sobą spadku udziału we wpływach reklamowych.

Stroer przejmie News Outdoor?

Według informacji podanych przez niemiecką spółkę Stroer Out-of-Home zakupi za 26 mln EUR News Outdoor należącą do holdingu Ruperta Murdocha – News Corp. Po finalizacji transakcji połączony podmiot stałby się liderem rynkowym wyprzedzając należący do Agory AMS. Wcześniej uważaliśmy, że zarówno News Outdoor Poland jak i Stroer Poland mogą być pomiotami na sprzedaż. W obydwu przypadkach bowiem podmioty dominujące przechodzą bardzo trudny okres ze względu na kryzys i pozbywają się części aktywów. Dla obydwu też Polska jest rynkiem, na którym pozycja konkurencyjna nie jest zbyt silna i zwłaszcza Stroer mocno ucierpiał na naszym rynku w czasie kryzysu. Potwierdzenie informacji prezesa stanowiłoby rozwiązanie tych problemów, gdyż News Corp opuściłby polski rynek, a Stroer na tyle wzmocnił pozycję rynkową, by zacząć traktować polski rynek z wyższym priorytetem niż dotychczas. News Outdoor Poland ma około 70 mln PLN przychodów rocznie i ponad 3300 powierzchni reklamowych. Po połączeniu potencjał Stroera wzrośnie zatem do 20 800 powierzchni reklamowych.



Cyfrowy Polsat (Akumuluj)

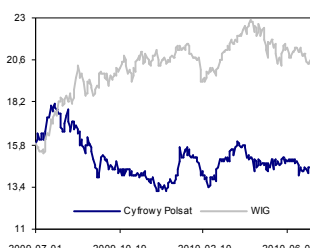
Cena bieżąca: 14,48 PLN

Cena docelowa: 16,6 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-25

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 136,3	1 266,1	11,4%	1 456,4	15,0%	1 534,5	5,4%	Liczba akcji (mIn)	268,3
EBITDA	347,8	327,4	-5,9%	438,9	34,0%	505,6	15,2%	MC (cena bieżąca)	3 885,3
marża EBITDA	30,6%	25,9%		30,1%		32,9%		EV (cena bieżąca)	3 757,0
EBIT	324,3	285,5	-12,0%	374,7	31,3%	417,2	11,4%	Free float	31,8%
Zysk netto	269,8	237,9	-11,8%	304,7	28,0%	340,7	11,8%		
P/E	14,4	16,3		12,8		11,4		Zmiana ceny: 1m	-2,2%
P/CE	13,2	13,9		10,5		9,1		Zmiana ceny: 6m	2,9%
P/BV	13,1	11,8		8,1		6,3		Zmiana ceny: 12m	-10,1%
EV/EBITDA	11,0	11,6		8,6		7,3		Max (52 tyg.)	18,1
Dyld (%)	1,0	5,2		4,0		5,2		Min (52 tyg.)	13,1



Głównym czynnikiem, który w najbliższym czasie powinien negatywnie oddziaływać na notowania Cyfrowego Polsatu są kursy walut, z drugiej jednak strony środowisko walutowe wciąż pozostaje dla spółki znacznie korzystniejsze niż przed rokiem, a do tego szersza baza abonencka i rozwój oferty internetowej powinny sprzyjać notowaniom. Dodatkowo WZA spółki zdecydowało o wypłacie 0,57 PLN dywidendy na akcję co przy bieżącej wycenie przekłada się na rentowność dywidendową na poziomie 4,0%. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Uruchomienie oferty zintegrowanej

W nowej ofercie Cyfrowego Polsatu, w ramach opłaty za wybrany parkiet kanałów TV, klient otrzyma dodatkowo pakiet nawet 2 GB danych w usłudze internet i 30 minut na połączenie telefoniczne. Ceny pakietów TV nie uległy zmianie. Usługi telekomunikacyjne są dostępne w ramach dotychczasowej oferty abonamentowej za usługę TV.

WZA zdecydowało o wypłacie dywidendy po 0,57 PLN na akcję (yield = 4%)

Cyfrowy Polsat wypłaci dywidendę w dwóch transzach. Pierwsza transza, w wysokości 0,38 PLN na papier (łącznie 102 mln PLN) ma zostać wypłacona 11 sierpnia, a druga, w wysokości 0,19 PLN na akcję (51 mln PLN) ma trafić do akcjonariuszy 17 listopada. Dniem ustalenia prawa do dywidendy będzie 19 lipca.



TVN (Trzymaj)

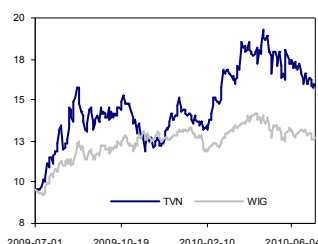
Cena bieżąca: 16,01 PLN

Cena docelowa: 16,69 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-19

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 897,3	2 123,4	11,9%	2 485,0	17,0%	2 718,1	9,4%	Liczba akcji (mln)	340,4
EBITDA	711,4	794,8	11,7%	661,0	-16,8%	784,2	18,6%	MC (cena bieżąca)	5 449,5
marża EBITDA	37,5%	37,4%		26,6%		28,9%		EV (cena bieżąca)	7 593,7
EBIT	631,9	612,1	-3,1%	432,0	-29,4%	540,6	25,1%	Free float	40,2%
Zysk netto	363,7	420,8	15,7%	287,1	-31,8%	361,3	25,9%		
P/E	15,4	12,9		19,0		15,1		Zmiana ceny: 1m	-8,8%
P/CE	12,6	9,0		10,6		9,0		Zmiana ceny: 6m	4,8%
P/BV	3,4	4,2		4,3		3,6		Zmiana ceny: 12m	60,1%
EV/EBITDA	9,3	9,2		11,5		9,4		Max (52 tyg.)	19,3
Dyid (%)	2,2	4,8		1,9		1,6		Min (52 tyg.)	10,0



Dobre wyniki oglądalności zanotowane przez stacje telewizyjne Grupy TVN w czerwcu dają naszym zdaniem bardzo duże szanse, że ubytek przychodów reklamowych spowodowany kwietniową żałobą narodową udało się w znacznym stopniu zrekompensować. Jednocześnie drugi kwartał powinien przynieść w odniesieniu do platformy cyfrowej 'n' bądź wiadomość dobrą (osiągnięcie rentowności EBITDA) bądź też bardzo dobrą (stratę EBITDA, która niemal do zera niweluje ryzyko, że 40 mln EUR w formie płatności warunkowej będzie zapłacone Grupie ITI). Podtrzymujemy rekomendację trzymaj zalecając jednocześnie przeważanie spółki w relacji do indeksu.

Rządowy projekt ustawy o telewizji cyfrowej

Rząd przyjął założenia do projektu ustawy o wdrożeniu naziemnej telewizji cyfrowej. W ustawie zostaną określone warunki do przeprowadzenia konkursu na operatora pierwszego multipleksu naziemnej telewizji cyfrowej. Jednym z warunków przystąpienia do konkursu będzie obowiązek rozpowszechniania 3 programów telewizji publicznej, tj. TVP 1, TVP 2, TVP Info (do 31 lipca 2013 r. – termin wyłączenia sygnału analogowego) oraz uprawnienie do rozpowszechniania 4 programów wybranych przez operatora tego multipleksu spośród programów koncesjonowanych lub emisji programów w standardzie HD. Drugi multipleks zostanie przeznaczony do rozpowszechniania innych programów analogowych: Polsat, TVN, TV4, TV Puls. Projekt jest umiarkowanie pozytywny dla nadawców prywatnych. Dopuszcza on co prawda nowych graczy do multipleksu (3 kanały na pierwszym multipleksie), choć niektóre wersje robocze zakładały nawet rozdział częstotliwości tylko przez obecnych na rynku nadawców ogólnopolskich, ale za to daje do dyspozycji dla TVN, Polsatu i Pulsu cały multipleks, co stwarza pole do wprowadzenia powszechnego nadawania po dwa własne kanały, bądź też nadawanie swojego głównego kanału w technologii HD.

Zbycie przez masę spadkową akcji Jana Wejcherta

Doszło do transakcji zbycia 6,4 mln akcji spółki należących bezpośrednio do zmarłego w październiku Jana Wejcherta oraz 1,5 mln akcji należących do powiązanej z nim spółki. Cena zbycia akcji wyniosła 16,5 PLN. Akcje należały do prywatnego majątku Jana Wejcherta, dlatego też transakcje nie wpływają na poziom zaangażowania ITI Holding w spółkę. Nie wiemy czy Jan Wejchert kontrolował bezpośrednio jeszcze jakiś pakiet akcji, nie mniej 8 mln akcji stanowi na tyle istotną część akcji spółki w wolnym obrocie, że z pewnością była to co najmniej lwia część bezpośrednio zarządzanych udziałów. Wyczyszczenie wiszącej nad rynkiem podaży powinno mieć w średnim terminie pozytywny wpływ na notowania.

IT

Przetarg na SI WCPR

Centrum Projektów Informatycznych MSWiA ogłosiło przetarg na zakup i wdrożenie zintegrowanego systemu informatycznego Wojewódzkich Centrów Powiadamiania Ratunkowego (SI WCPR). SI WCPR jest częścią projektu System Informatyczny Powiadamiania Ratunkowego (SI PR), którego wartość szacowano wcześniej na około 465 mln PLN.

ASEE

Negocjacje w sprawie przejęcia w Turcji

Według podanych przez turecki fundusz Is Grisim oraz potwierdzonych przez Asseco South Eastern Europe informacji między obydwoma podmiotami toczą się obecnie negocjacje w sprawie sprzedaży przez turecki fundusz należącej do niego spółki ITD Communications. Rynek turecki należy uznać za bardzo perspektywiczny z potencjałem co najmniej dorównującym krajom bałkańskim. Jego olbrzymią wadą jest jednak struktura organizacyjna wielu dużych tureckich przedsiębiorstw czy banków. Zazwyczaj każda większa firma turecka posiada własny rozbudowany zespół informatyczny i z outsourcingu usług informatycznych korzysta stosunkowo rzadko. Dodatkowo problemem może być struktura własnościowa w wielu podstawowych gałęziach gospodarki, która jest zdominowana przez kilka najbogatszych w Turcji rodzin. Najczęściej w skład imperiów tych rodzin wchodzi też spółki informatyczne, co również stanowi duże utrudnienie dla pojawienia się konkurencji. Z powyższych względów trudno jednoznacznie ocenić ewentualną decyzję o wejściu na rynek turecki. Z naszego punktu widzenia znajduje się on jeszcze w zbyt niedojrzałej fazie, by ryzykować większe zaangażowanie kapitałowe i rozsądniejszą decyzją byłaby niewielka akwizycja (do 5 mln EUR), która pozwoliłaby lepiej poznać warunki konkurencyjne przed podjęciem decyzji o większych inwestycjach.



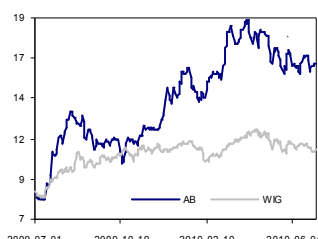
AB (Akumuluj)

Cena bieżąca: 16,27 PLN Cena docelowa: 18,8 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-06

(mIn PLN)	2008/09	2009/10P	zmiana	2010/11P	zmiana	2011/12P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 839,7	2 635,9	-7,2%	2 784,8	5,6%	2 996,2	7,6%	Liczba akcji (mIn)	16,0
EBITDA	81,9	45,7	-44,2%	49,7	8,8%	53,3	7,1%	MC (cena bieżąca)	259,5
marża EBITDA	2,9%	1,7%		1,8%		1,8%		EV (cena bieżąca)	341,8
EBIT	76,5	40,2	-47,4%	44,2	9,8%	47,7	7,9%	Free float	51,9%
Zysk netto	27,0	26,5	-1,7%	27,4	3,2%	30,1	10,0%		
P/E	9,6	9,8		9,5		8,6		Zmiana ceny: 1m	1,0%
P/CE	8,0	8,1		7,9		7,3		Zmiana ceny: 6m	6,9%
P/BV	1,0	0,9		0,8		0,7		Zmiana ceny: 12m	99,9%
EV/EBITDA	4,5	7,6		6,9		6,2		Max (52 tyg.)	18,9
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	8,1



AB jest w naszej opinii w tej chwili najciekawszym wyborem inwestycyjnym jeśli chodzi o dystrybutorów sprzętu IT. W naszej opinii istnieje duża szansa na przekroczenie naszej prognozy zysku na rok obrotowy 2009/10 i osiągnięcia 30 mln PLN zysku netto. W takim przypadku obecna wycena implikuje wskaźnik P/E na poziomie 8,7 i EV/EBITDA sięgającą 7,2, co daje odpowiednio 39,6% dyskonta i 0,3% premii w stosunku do porównywalnych spółek. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.



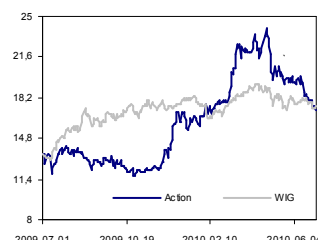
Action (Akumuluj)

Cena bieżąca: 17,1 PLN Cena docelowa: 18,49 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-07-05

(mIn PLN)	2007/08	2008/09	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 343,4	3 136,2	33,8%	2 142,3	-31,7%	2 344,6	9,4%	Liczba akcji (mIn)	17,2
EBITDA	66,3	62,2	-6,2%	49,0	-21,3%	57,4	17,2%	MC (cena bieżąca)	294,6
marża EBITDA	2,8%	2,0%		2,3%		2,4%		EV (cena bieżąca)	390,5
EBIT	58,3	49,2	-15,5%	40,1	-18,6%	48,4	20,7%	Free float	35,9%
Zysk netto	33,8	31,2	-7,6%	27,0	-13,6%	33,3	23,5%		
P/E	8,7	9,4		10,9		8,8		Zmiana ceny: 1m	-12,3%
P/CE	7,1	6,7		8,2		7,0		Zmiana ceny: 6m	0,9%
P/BV	1,6	1,6		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m	29,5%
EV/EBITDA	6,7	6,4		8,0		6,8		Max (52 tyg.)	24,0
Dyid (%)	1,5	8,1		2,1		1,8		Min (52 tyg.)	11,7



W ostatnim miesiącu notowania Actionu spadły o 12,3%, przy 3,0% spadku szerokiego indeksu. W naszej opinii bieżąca wycena dyskontuje ryzyka związane z możliwym wpływem zmian kursu walutowego na wyniki drugiego kwartału, co stwarza w Actionie pewien potencjał wzrostowy dla kursu. W związku z tym podnosimy naszą rekomendację dla spółki do akumuluj.



ASBIS (Trzymaj)

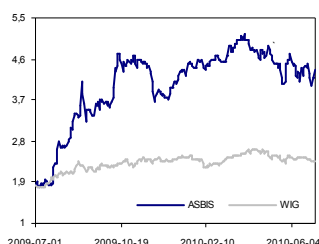
Cena bieżąca: 4,37 PLN

Cena docelowa: 4,69 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-10

(mIn USD)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 495,3	1 167,9	-21,9%	1 375,4	17,8%	1 514,2	10,1%	Liczba akcji (mln)	55,5
EBITDA	18,2	5,8	-68,1%	17,9	210,2%	22,7	26,3%	MC (cena bieżąca)	242,5
marża EBITDA	1,2%	0,5%		1,3%		1,5%		EV (cena bieżąca)	320,3
EBIT	15,3	2,9	-81,2%	15,0	418,3%	19,6	31,0%	Free float	34,2%
Zysk netto	4,0	-3,2		7,6		11,3	49,4%		
P/E	18,2			9,7		6,5		Zmiana ceny: 1m	-3,5%
P/CE	10,7			7,0		5,1		Zmiana ceny: 6m	1,2%
P/BV	0,8	0,8		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	145,5%
EV/EBITDA	5,7	14,7		5,4		4,4		Max (52 tyg.)	5,1
Dyid (%)	12,7	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	1,8



Czerwiec przyniósł częściową poprawę znacznie pogarszającego się w drugim kwartale otoczenia walutowego spółki, jednak mimo to trendy walutowe negatywnie będą oddziaływać na wyniki Asbisu w 2Q2010. Ponadto kluczowy dla spółki rynek rosyjski pozostaje mocno wrażliwy na przyszłą koniunkturę światową i w przypadku dyskontowania przez inwestorów słabszej dynamiki globalnego wzrostu w przyszłych latach automatycznie niższe oczekiwania mogą być przykładane do wzrostu popytu na sprzęt IT w gospodarkach w dużym stopniu opartym o ceny surowców naturalnych. W tej chwili jednak jest naszym zdaniem za wcześnie by dyskontować taki przebieg wydarzeń. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.



Asseco Poland (Kupuj)

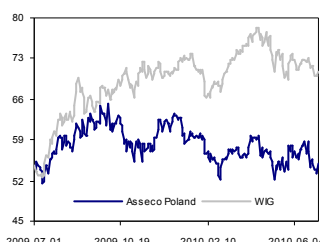
Cena bieżąca: 54,8 PLN

Cena docelowa: 72,1 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-06

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 786,6	3 050,3	9,5%	3 193,7	4,7%	3 389,2	6,1%	Liczba akcji (mln)	77,6
EBITDA	591,8	646,1	9,2%	641,2	-0,7%	663,2	3,4%	MC (cena bieżąca)	4 250,6
marża EBITDA	21,2%	21,2%		20,1%		19,6%		EV (cena bieżąca)	4 653,2
EBIT	494,3	525,5	6,3%	517,6	-1,5%	537,0	3,7%	Free float	55,1%
Zysk netto	321,6	373,4	16,1%	337,1	-9,7%	358,2	6,2%		
P/E	13,2	11,4		12,6		11,9		Zmiana ceny: 1m	-3,6%
P/CE	10,1	8,6		9,2		8,8		Zmiana ceny: 6m	-12,6%
P/BV	1,1	1,0		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	0,5%
EV/EBITDA	7,4	7,2		7,3		6,7		Max (52 tyg.)	65,1
Dyid (%)	2,8	2,6		2,4		2,5		Min (52 tyg.)	51,6



Mimo, że sceptycznie podchodzimy do planów wejścia spółki na rynek amerykański uważając negocjowaną akwizycję za przedwczesną i zbyt dużą w stosunku do skali działalności Grupy, to pozostajemy pozytywnie nastawieni w odniesieniu do perspektyw jakie stoją przed spółką zwłaszcza na rynku polskim i słowackim (uruchamianie projektów w ramach informatyzacji kraju) oraz bieżącej wyceny, która w odniesieniu do zagranicznych konkurentów wciąż oferuje znaczne poziomy dyskonta. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Umowa z TP SA i Centertelem

TP SA i PTK Centertel podpisały kolejne trzyletnie umowy z dostawcami usług informatycznych. Wartość umów nie została ujawniona. Asseco Poland zostało partnerem strategicznym Grupy TP w obszarach systemów rozliczeniowych oraz business intelligence. Capgemini zostało partnerem strategicznym w obszarze systemów zarządzania relacjami z klientem. Podpisanie umów ze spółkami to efekt konsolidacji dostawców IT.

Przedłużenie umów na informatyzację ZUS

Asseco przedłużyło umowę na informatyzację Zakładu Ubezpieczeń Społecznych. Na mocy nowej umowy rzeszowska spółka miałaby m.in. dokończyć budowę systemu wypłacania emerytur i zasiłków, dokończyć budowę systemu odpowiedzialnego za przechowywanie danych o 1,3 bln PLN odkładanych przez Polaków na emeryturę oraz przygotować KSI do przyjęcia danych 7 mln emerytów i rencistów (obecnie są tam tylko emerytury osób, które objęła reforma z 1999 r.). Spora część inwestorów obawiała się, że ze względu na medialną presję ZUS zdecyduje się wycofać z umowy, bądź też rozpisz przetarg. Podpisanie umowy na kolejne trzy lata powinno rozwiązać te obawy. Zwracamy jednocześnie uwagę, że wieloletnia współpraca z twórcą i głównym wykonawcą systemu jest rzeczą naturalną w krajach rozwiniętych.

Kontrakt z PKW

Asseco Poland i Południowy Koncern Węglowy z Grupy Tauron zawarły umowę na dostawę, wdrożenie oraz obsługę systemu informatycznego wspomagającego procesy związane ze sprzedażą węgla. Wartość umowy wynosi około 7 mln PLN brutto. Oddanie systemu do użytku nastąpi w ciągu 10 miesięcy od rozpoczęcia prac wdrożeniowych. Umowa przewiduje również obsługę administracyjną i serwisową, które będą świadczone przez Asseco Poland przez kolejne 12 miesięcy po uruchomieniu rozwiązania. Kontrakt na kwotę netto 5,7 mln PLN (około 0,2% skonsolidowanych przychodów Asseco w ubiegłym roku) jest oparty na oprogramowaniu obcym (SAP).

Zwycięstwo Asseco Systems w przetargu dla GUS

Asseco Systems, spółka w 100 proc. zależna od Asseco Poland, wygrała przetarg w GUS na dostawę, konfigurację i serwis urządzeń sieciowych na potrzeby przeprowadzenia spisów powszechnych. Wartość oferty złożonej przez spółkę to 2,85 mln PLN brutto. Przetarg ze względu na swoją niewielką wartość ma ograniczony wpływ na notowania spółki.

Zwycięstwo w kolejnym przetargu dla GUS

Asseco Systems, spółka w 100 proc. zależna od Asseco Poland, wygrała przetarg organizowany przez GUS na dostawę i rozbudowę infrastruktury sprzętowo - systemowo - narzędziowej wraz z instalacją i konfiguracją na potrzeby przeprowadzenia spisów powszechnych. Wartość oferty złożonej przez spółkę to 22,57 mln PLN. Oferta Asseco Systems zdobyła 80 pkt. i okazała się lepsza od oferty Comarchu, która uzyskała 61,67 pkt. Termin realizacji zamówienia został określony na dziewięć miesięcy. Wartość netto oferty to 18,5 mln PLN, co stanowi około 0,6% zeszłorocznych przychodów Grupy Asseco Poland.

Zakup udziałów w spółce Time Solution

Asseco Poland objęło za wkład pieniężny w wysokości 300 tys. PLN 30 proc. udziałów w nowo zawiązanej spółce Time Solutions. Spółka Time Solutions zajmuje się sprzedażą oprogramowania Timecamp skierowanego do firm i instytucji pozwalającego na monitorowanie pracowników, w celu wyeliminowania zagrożeń związanych z używaniem komputera do celów prywatnych oraz w celu poprawy produktywności przez zwiększenie świadomości wykorzystania czasu pracowników. Oprócz tego spółka Time Solutions zajmuje się sprzedażą oprogramowania Visikid, ułatwiającego ochronę rodzicielską przed niepożądaną treścią z internetu.

PZU obetnie budżet Asseco?

Zdaniem *Parkietu* PZU planuje ograniczenie wydatków inwestycyjnych na informatykę. Konsolidacja dostawców oraz wprowadzone oszczędności miałyby zgodnie z tezą zawartą w artykule wpłynąć na ograniczenia poziomu zamówień dla Asseco Poland. Wydaje nam się mało prawdopodobne by wprowadzone w PZU działania uderzyły w Asseco Poland. W pierwszej kolejności oszczędności dotkną zapewne dostawy sprzętowe. Udział Asseco w budżecie informatycznym PZU opiera się natomiast na serwisie i konserwacji systemu ubezpieczeniowego i systemu finansowo-księgowego, które stanowią podstawę działalności ubezpieczyciela i trudno oczekiwać, by decydował się on na oszczędności w tym zakresie.

Planowane małe przejęcia

Gazeta Puls Biznesu poinformowała, że Spółka planuje w bieżącym roku zakup udziałów w 3-4 mniejszych spółkach. Suma jaką Spółka zamierza przeznaczyć na przejęcia to około 30 mln PLN. W grę wchodzi przedsiębiorstwa we wczesnej fazie rozwoju, potrzebujące silnego partnera do szybkiego wzrostu.



ComArch (Trzymaj)

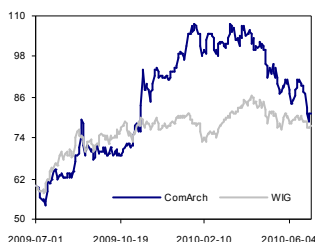
Cena bieżąca: 81 PLN

Cena docelowa: 93,1 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-07-05

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	701,0	730,6	4,2%	710,8	-2,7%	829,4	16,7%	Liczba akcji (mIn)	8,0
EBITDA	66,0	57,7	-12,6%	66,8	15,8%	89,0	33,2%	MC (cena bieżąca)	644,8
marża EBITDA	9,4%	7,9%		9,4%		10,7%		EV (cena bieżąca)	577,2
EBIT	45,9	15,8	-65,5%	34,8	119,7%	56,4	62,1%	Free float	22,5%
Zysk netto	199,1	33,3	-83,3%	39,2	17,7%	51,1	30,3%		
P/E	3,2	19,3		16,4		12,6		Zmiana ceny: 1m	-11,3%
P/CE	2,9	8,6		9,1		7,7		Zmiana ceny: 6m	-16,9%
P/BV	1,2	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	39,7%
EV/EBITDA	8,9	9,6		8,6		6,3		Max (52 tyg.)	107,9
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	54,1



Akcje Comarchu uległy w czerwcu dalszej przecenie tracąc na wartości kolejne 8,0% co jest efektem obniżanych przez inwestorów oczekiwań w stosunku do skali oczekiwanej w tym roku poprawy wyników. Spółka wciąż pozostaje relatywnie wysoko wyceniona na tle krajowych i zagranicznych konkurentów (EV/EBITDA na poziomie 8,6 vs. 7,1 mediany dla spółek porównywalnych), a dodatkowo mniejszościowi akcjonariusze zostaną w naszym odczuciu mocno rozwodnieni na zagranicznych aktywach Grupy poprzez podniesienie kapitału w Comarch AG, co będzie również najprawdopodobniej skutkowało odpisami wyceny bilansowej i stratami w drugim kwartale. Z drugiej strony realny scenariusz partycypacji spółki w projekcie budowy elektronicznej administracji, a także sprzyjający spółce scenariusz osłabienia polskiego złotego skłania nas do zamknięcia negatywnej rekomendacji. Rekomendujemy trzymanie akcji Comarchu.

Wygrana w przetargu dla gminy Głogów

Comarch wygrał przetarg na dostawę i wdrożenie oprogramowania do e-usług, systemu klasy ITSM oraz infokiosków, w ramach projektu pt. "E-Głogów-rozwoj usług elektronicznych na rzecz mieszkańców Gminy Miejskiej Głogów". Wartość oferty złożonej przez spółkę to 3,4 mln PLN brutto. Przetarg był organizowany według procedury otwartej. Złożono w nim jedną ofertę. Wartość kontraktu netto to około 2,8 mln PLN, czyli 0,4% planowanych na ten rok przychodów spółki.

Nowy program motywacyjny Comarchu

WZA uchwaliło nowy program opcyjny dla kluczowych pracowników, który będzie obowiązywał w latach 2011-2013. Pierwsza pula papierów zostanie wyemitowana w 2012 roku, pod warunkiem, że średnia kapitalizacja spółki w roku 2011 będzie wyższa, niż średnia kapitalizacja w roku 2010. Nowe akcje będą obejmowane po 1 PLN i w takiej liczbie, aby wartość opcji (różnica między ceną akcji a ceną objęcia) była równa 3,6% kwoty, o jaką w ciągu roku wzrośnie wartość firmy. W obecnym programie wskaźnik wynosił 3%. Kolejne transze będą emitowane na podobnych zasadach w 2013 i 2014 roku.

Wygrany przetarg za 2,7 mln EUR

Comarch wygrał przetarg w Enea Operator na dostawę licencji oprogramowania Microsoft oraz usługi wsparcia. Wartość przetargu to 2,7 mln EUR (1,6% prognozowanych przychodów Comarchu na rok 2010).



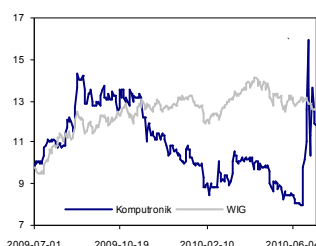
Komputronik (Trzymaj)

Cena bieżąca: 11,85 PLN Cena docelowa: 11,56 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-08

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	758,7	1 025,4	35,2%	916,9	-10,6%	1 040,2	13,5%	Liczba akcji (mIn)	8,2
EBITDA	15,0	10,1	-32,5%	16,2	60,2%	23,3	43,4%	MC (cena bieżąca)	97,1
marża EBITDA	2,0%	1,0%		1,8%		2,2%		EV (cena bieżąca)	140,2
EBIT	10,0	2,3	-76,6%	10,8	362,3%	17,7	64,8%	Free float	25,2%
Zysk netto	5,8	2,2	-63,0%	7,5	247,9%	11,5	53,7%		
P/E	16,7	45,0		12,9		8,4		Zmiana ceny: 1m	41,1%
P/CE	8,9	9,7		7,5		5,7		Zmiana ceny: 6m	14,2%
P/BV	0,7	0,7		0,7		0,6		Zmiana ceny: 12m	17,9%
EV/EBITDA	7,6	13,5		8,6		5,9		Max (52 tyg.)	16,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	8,0



Czerwiec upłynął pod znakiem znacznej zmienności kursu Komputronika co jest efektem opublikowanej przez spółkę informacji o podpisaniu listu intencyjnego dotyczącego zawarcia szeregu bardzo korzystnych dla Komputronika transakcji. W naszym odczuciu podział korzyści płynących z transakcji jest na tyle jednostronny, że wobec braku sankcji za odstąpienie od zawarcia umowy zakładanie realizacji zapisów listu intencyjnego jest obciążone bardzo dużym ryzykiem. Pomijając możliwość wypełnienia zapisów umowy uważamy, że bieżąca wycena spółki prawidłowo odzwierciedla bilans szans i zagrożeń dotyczących działalności Komputronika. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Podpisanie listu intencyjnego

Komputronik poinformował o podpisaniu listu intencyjnego z niewymienionym z nazwy obywatelem amerykańskim (Potencjalnym Inwestorem), w którym strony bezwarunkowo zobowiązują się do zawarcia w ciągu 30 dni od daty podpisania listu do zawarcia pakietu transakcji w ramach, których: 1) Komputronik SA jako akcjonariusz dominujący Karen SA doprowadzi do emisji nowych akcji Karen SA, skierowanych do Potencjalnego Inwestora lub podmiotu przez niego wskazanego. Akcje nowej emisji zostaną pokryte wkładami pieniężnym i niepieniężnym o łącznej wartości około 250 mln PLN. 2) Komputronik przeprowadzi emisję akcji stanowiącą nie więcej niż 10% akcji spółki dopuszczonych do obrotu na GPW, skierowaną do Inwestora. Akcje obejmowane będą po cenie emisyjnej wynoszącej 0,1 PLN za jedną akcję. 3) Komputronik odkupi od Karen SA salony komputerowe, które obecnie prowadzą sprzedaż detaliczną pod marką Komputronik wg wyceny przeprowadzonej przez niezależnego audytora. 4) Inwestor wskaże i doprowadzi do skutecznego przeprowadzenia transakcji wykupu wszystkich wierzytelności Techmex, które są w posiadaniu Grupy Komputronik. Wykup nastąpi po cenie nominalnej bez dyskonta. 5) Inwestor udzieli Komputronikowi oraz spółkom zależnym opcji PUT (typu europejskiego) zapewniającej sprzedaż całego posiadanego większościowego pakietu akcji Karen SA (57,27%) wg średniej ceny nabycia, zbliżonej do wartości ujętej w księgach spółek z Grupy Komputronik (tj. 2,6 zł za jedną akcję). Termin realizacji opcji to 5 lat od daty przejścia kontroli nad Karen SA. Transakcja wydaje się bardzo korzystna dla Komputronika. Po pierwsze wykupowi podlegają stanowiące ryzyko należności od Techmexu i to bez zastosowania dyskonta na ich wartość. Po drugie Komputronik ma zagwarantowaną przez opcję PUT cenę zbycia posiadanych akcji Karenu na poziomie 2,6 PLN na akcję. Zdyskontowana na dzień dzisiejszy cena wykonania tej opcji to 1,94 PLN, czyli dwukrotnie więcej niż wynoszą kapitały własne Karenu i trzykrotnie więcej niż wynosiła cena rynkowa akcji Karenu w momencie podpisania listu intencyjnego. Tymczasem wyemitowanie 820 tys. akcji po cenie 0,1 PLN oznacza ubytek zaledwie 6,5 mln PLN wartości (uwzględniając, że Inwestor przejmie też 10% korzyści płynących ze wzrostu wartości Komputronika kwota ta rośnie do 10,5 mln PLN). Drugim ewentualnym czynnikiem ryzyka dla Komputronika jest wyegocjowana cena odkupienia 16 salonów Karenu i możliwość przeplacenia za powyższe lokalizacje. Nie znajdujemy ekonomicznego uzasadnienia dla transakcji z punktu widzenia Potencjalnego Inwestora. Zobowiązanie do nabycia akcji Karenu wraz z jednoczesną odsprzedażą podstawowych aktywów spółki (salonów własnych) oznacza, że poza gotówką i należnościami inwestor pozyskuje jedynie możliwość notowania na giełdzie. Premia zapłacona do wyceny rynkowej wydaje się jednak znacząco wyższa niż koszt ewentualnego wejścia na parkiet.

Wyniki 1Q2010 – ponownie ze stratą, decydują odpisy

Wyniki Komputronika za ostatni kwartał roku obrotowego 2009/2010 okazały się gorsze od naszych oczekiwań. Za słabość rezultatów Grupy w dużym stopniu odpowiada Karen, który zaprezentował bardzo słabe wyniki finansowe z 3,6 mln PLN straty operacyjnej i 1,9 mln PLN straty netto. Wysokie było też ujemne saldo na pozostałej działalności operacyjnej w całej Grupie (-2,8 mln PLN vs. -0,1 mln PLN prognozy). Składały się na nie m.in. odpisy należności w kwocie 1,25 mln PLN, odpisy wartości zapasów na kwotę 0,5 mln PLN.



Skonsolidowane przychody Komputronika wyniosły 171,9 mln PLN, o 4,3% mniej od naszych prognoz i 7,6% mniej niż przed rokiem, przy czym spadek przychodów w jednostce dominującej wyniósł 3,2%, a w Karenie 20,7%.

Marża brutto na sprzedaży znacząco przekroczyła nasze założenia i wyniosła 13,7% (13,5% w spółce-matce i 12,5% w Karenie). Wysoka rentowność kwartału ma najprawdopodobniej związek z wyższym od zakładanego przez nas zwrotem kosztów marketingowych poprzedniego kwartału, których rozliczenie przesunęło się w czasie i powiększyło wynik brutto na sprzedaży. Koszty ogólne działalności były zbliżone do naszych oczekiwań (22,8 mln PLN vs. 23,0 mln PLN prognozy). Jak już pisaliśmy powyżej wysokie było ujemne saldo na działalności operacyjnej. W konsekwencji Grupa poniosła 1,9 mln PLN straty operacyjnej wobec oczekiwanej przez nas straty w wysokości 1,2 mln PLN.

Saldo działalności finansowej oraz zaksięgowany podatek dochodowy ukształtowały się na poziomach zbliżonych do naszych prognoz. Nieco wyższa od oczekiwanej była strata akcjonariuszy mniejszościowych (-1,0 mln PLN vs. 0,6 mln PLN prognozy - efekt słabszych rezultatów Karenu). Strata netto sięgnęła -1,3 mln PLN wobec prognozowanych 0,6 mln PLN straty netto.



Sygnity (Kupuj)

Cena bieżąca: 13,9 PLN

Cena docelowa: 18,2 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-02

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	995,7	572,7	-42,5%	653,0	14,0%	756,8	15,9%	Liczba akcji (mln)	11,9
EBITDA	56,6	-60,3		22,0		39,1	78,0%	MC (cena bieżąca)	165,2
marża EBITDA	5,7%	-10,5%		3,4%		5,2%		EV (cena bieżąca)	204,1
EBIT	11,5	-94,8		-9,6	-89,9%	8,4		Free float	66,1%
Zysk netto	-1,5	-89,4	5923,7%	-13,7	-84,7%	0,3			
P/E						634,4		Zmiana ceny: 1m	-8,2%
P/CE	3,8			9,2		5,3		Zmiana ceny: 6m	1,5%
P/BV	0,4	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-9,0%
EV/EBITDA	3,2			9,3		5,1		Max (52 tyg.)	18,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	11,5



Przedstawiona przez kierownictwo spółki strategia nie zaskoczyła inwestorów przełomem w podejściu do restrukturyzacji spółki. Ambitne plany dotyczące rentowności osiąganey w 2012 roku mają naszym zdaniem zbyt odległą perspektywę by w obliczu niepowodzeń ostatnich lat szybko zadziałać na wyobraźnię inwestorów. Stopniowo poprawiane wyniki finansowe powinny jednak wpływać na stopniową zmianę podejścia do spółki. Pozostajemy pozytywni w stosunku do perspektyw Sygnity i podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wywiad PAP z prezesem Biedrzyckim

W wywiadzie dla Polskiej Agencji Prasowej prezes Biedrzycki wypowiedział się na temat planu rozwoju, który przedstawiony został 24 czerwca, a także założeń dotyczących bieżącego roku. Projekt zakłada powrót do rentowności w 2011 roku. W bieżącym roku spółka poniesie niewielką stratę operacyjną przy porównywalnych do ubiegłorocznych przychodach. Prezes nie oczekuje, by już w drugim i trzecim kwartale mogła pojawić się pozytywna dynamika na sprzedaży. Planowana jest sprzedaż pewnych linii produktowych, co może obniżyć skonsolidowane przychody o 4-5%, przy czym pewne transakcje mogą wydarzyć się już w najbliższym czasie. Bieżący Backlog jest zgodnie z wypowiedzią prezesa na poziomie porównywalnym z ubiegłorocznym. Osiągnięcie w przyszłym roku rentowności jest wpisane również w nasze założenia. Zgodne z naszymi oczekiwaniami są też przewidywania tegorocznej straty operacyjnej. Zaskoczeniem In minus jest natomiast wypowiedź prezesa w odniesieniu do przychodów drugiego i trzeciego kwartału. Ponieważ portfel kontraktów jest obecnie na mniej więcej zeszłorocznym poziomie można byłoby oczekiwać, że ubytek 40 mln PLN przychodów r/r w pierwszym kwartale powinien być odrabiany zdecydowanie szybciej niż dopiero w czwartym kwartale. Możliwe, że jest to efekt przewidywanej przez zarząd sprzedaży niektórych linii biznesowych (prawdopodobnie chodzi o Geomar). Całoroczne cele są utrzymywane na prognozowanym przez nas poziomie, co może świadczyć o oczekiwaniach większych cięć kosztów, a także kumulacji realizowanych kontraktów w 4Q2010.

Zwycięstwo w przetargu dla NBP

Sygnity wygrało przetarg organizowany przez Narodowy Bank Polski na modernizację urządzeń sieciowych, teleinformatycznej sieci korporacyjnej banku. Wartość oferty złożonej przez spółkę to 4,8 mln PLN brutto. Termin realizacji zamówienia został określony na 15 miesięcy od dnia jego udzielenia. Wartość zamówienia netto to około 3,9 mln PLN (około 0,7% sprzedaży zrealizowanej w ubiegłym roku).

Oczekiwane wyniki finansowe w latach 2010-2012

Zarząd Sygnity przedstawił szacunki wyników finansowych, jakie planuje osiągnąć spółka do 2012 roku. Przychody mają wzrosnąć do 650-700 mln PLN (2009: 563 mln PLN), rentowność EBIT ma zaś wynieść 5-7%. Do końca 2012 roku baza kosztowa ma być zmniejszona o co najmniej 15%. Ocena możliwości osiągnięcia docelowych wyników będzie weryfikowana w okresach kwartalnych i półrocznych. Ewentualne odchylenie od prognozy o co najmniej 10% będzie publikowane w postaci raportu bieżącego. Rok 2011 spółka ma zakończyć na plusie, o dodatni wynik w 2010 roku będzie jednak bardzo trudno. Nie uwzględniając chęci zbycia części linii biznesowych, przychody w 2010 roku mogą utrzymać się na poziomie porównywalnym do roku 2009. W związku z planami sprzedaży wybranych obszarów biznesowych, przychody mogą jednak spaść o kilka % r/r. Obecny portfel zamówień Sygnity wynosi 410 mln PLN i jest na poziomie porównywalnym r/r. W roku 2011 przychody powinny zauważalnie wzrosnąć. Prezes przyznaje, że docelowo spółka może być mniejsza, ale nadrzędnym celem jest dodatnia rentowność.

Restrukturyzacja i nowe kierunki rozwoju

Prezes przyznaje, że spółka jest zdecydowanie zbyt duża w stosunku do osiągniętych przychodów. Dlatego cięcia kosztów, m.in. przez zwolnienia, są nieuniknione. Prezes nie ujawnia, ile osób ma być zwolnionych. Zdaniem prezesa model integratora IT przyjęty przez Sygnity jest schyłkowy, zaś konkurencja coraz silniejsza. Zarząd Sygnity zamierza ograniczyć liczbę pionów biznesowych z 5 do 3. W spółce pozostaną piony, w których Sygnity jest najsilniejszy: publiczny, utilities i bankowo-finansowy. Pion general business i integracji ma zostać zlikwidowany, sprzedany lub zmniejszony (w tym część telekomunikacyjna). Weryfikacja linii biznesowych i grup produktowych spowoduje zamknięcie lub zmniejszenie nierentownych biznesów. Sygnity informuje też, że rozmawia na temat sprzedaży kilku obszarów biznesowych odpowiadających za 7-10% przychodów. Rozmowy mają być sfinalizowane w ciągu kilku tygodni/miesięcy. Wprowadzone zmiany przełożą się na istotne zmniejszenie zatrudnienia w Grupie. Plany wchłonięcia spółek zależnych mają ulec przyspieszeniu. Do końca roku wchłonięty ma zostać Winuel, Polsoft, Max Elektronik. Sygnity zamierza zrezygnować z większości z 18 biur. Docelowa liczba oddziałów regionalnych to 5-6. Spółka zamierza zwiększać aktywność w zakresie perspektywicznych obszarów branży (oferta dla małych i średnich firm, operatorski model obsługi klientów, model obsługi per-per-user, B2C, hosting aplikacji, infrastruktury, zarządzanie aplikacjami, BPO).

Górnictwo, metale



KGHM (Trzymaj)

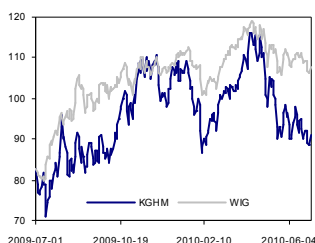
Cena bieżąca: 91 PLN Cena docelowa: 96,1 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-27

Podstawowe dane (mIn PLN)

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana		
Przychody	11 302,9	11 060,5	-2,1%	11 060,5	0,0%	11 501,8	4,0%	Liczba akcji (mln)	200,0
EBITDA	4 077,7	3 645,7	-10,6%	3 716,2	1,9%	3 104,6	-16,5%	MC (cena bieżąca)	18 200,0
marża EBITDA	36,1%	33,0%		33,6%		27,0%		EV (cena bieżąca)	16 452,7
EBIT	3 596,4	3 098,1	-13,9%	3 098,1	0,0%	2 430,4	-21,6%	Free float	36,0%
Zysk netto	2 910,4	2 540,9	-12,7%	3 337,4	31,3%	1 968,6	-41,0%		
P/E	6,3	7,2		5,5		9,2		Zmiana ceny: 1m	-5,5%
P/CE	5,4	5,9		4,6		6,9		Zmiana ceny: 6m	-16,5%
P/BV	1,7	1,7		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m	19,3%
EV/EBITDA	4,0	4,7		4,4		5,3		Max (52 tyg.)	116,1
Dyid (%)	9,9	12,8		3,3		5,5		Min (52 tyg.)	70,9



KGHM wchodzi w fazę realizacji dużych projektów inwestycyjnych, których efekty będą widoczne dopiero za 3-4 lata, a które obecnie obciążają bilans spółki, zwiększając ryzyko inwestycyjne w przypadku negatywnego scenariusza makro i spadku cen surowców. Jednym z projektów jest zakup złoża Afton-Ajax, który pomimo licznych ryzyk oceniamy pozytywnie. W prognozie KGHM uwzględniamy wzrost wydobycia miedzi (50 tys. ton) i złota (100 tys. troz) z projektu w roku 2014. Przy przyjętych założeniach makro zwiększa on wycenę spółki o 6 PLN na akcję. Zwracamy jednak uwagę, że wycena projektu jest bardzo wrażliwa na zmianę ceny nie tylko miedzi, ale również złota (obniża koszt jednostkowy produkcji Cu o połowę). W krótkiej perspektywie wyniki spółki chroni osłabiający się PLN i wysoki jak na KGHM poziom zabezpieczeń cen miedzi. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj, w krótkim okresie na cenę akcji będzie negatywnie wpływała przecena na rynku surowców.

Coraz bliżej do strajku

Związki zawodowe w KGHM podpisały protokół rozbieżności z zarządem, który umożliwił im przeprowadzenie referendum strajkowego, a który otwiera drogę do strajku. Pracownicy domagają się 10-letniej gwarancji zatrudnienia w przypadku utraty kontroli nad spółką przez Skarb Państwa i podwyżek. Nawet jeśli dojdzie do strajku, co jest raczej mało prawdopodobne będzie on krótki a straty wynikające z przestoju w produkcji zostaną uzupełnione zapasami jakie KGHM zgromadził w ostatnich kwartałach. Wg. naszych szacunków odpowiadają one ok. 14 dniom produkcji górniczej.

KGHM o sprzedaży aktywów telekomunikacyjnych

KGHM zamierza sprzedać Telefonię Dialog w roku 2012. Akceptuje również sprzedaż udziałów w Polkomtelu inwestorowi branżowemu a nie w drodze oferty IPO. Deklaracje zarządu w kwestii sprzedaży szczególnie Dialogu pojawiają się od co najmniej pięciu lat. Ich wartość prognostyczna jest jednak znikoma. Problem operatora polega na tym, że ciągle nie spełnia on oczekiwań właściciela co do poziomu generowanych zysków co przekłada się na wycenę. Grono potencjalnych kupujących jest również ograniczone (największe synergia z Netią). Bez wpływu na kurs.

Akcjonariusze Abacusa zaakceptowali joint venture

Akcjonariusze kanadyjskiej spółki Abacus Mining & Exploration Corp. zaakceptowali plan wspólnej z KGHM realizacji projektu górniczego miedzi i złota Afton-Ajax, położonego w Kanadzie. Zgodnie z podpisanym na początku maja porozumieniem, KGHM kupi 51% udziałów we wspólnie tworzonej spółce joint-venture, za 37 mln USD oraz nabędzie prawo opcji na zakup dalszych 29% udziałów, za kwotę maksymalną 35 mln USD. Informacja techniczna bez wpływu na kurs. Transakcję oceniamy pozytywnie.



LW Bogdanka (Kupuj)

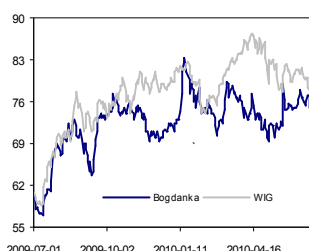
Cena bieżąca: 75,5 PLN

Cena docelowa: 80,7 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-19

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 033,3	1 118,0	8,2%	1 176,8	5,3%	1 471,2	25,0%	Liczba akcji (mIn)	34,0
EBITDA	339,6	368,0	8,3%	392,5	6,7%	536,1	36,6%	MC (cena bieżąca)	2 568,0
marża EBITDA	32,9%	32,9%		33,4%		36,4%		EV (cena bieżąca)	2 713,0
EBIT	203,5	226,7	11,4%	243,0	7,2%	301,2	23,9%	Free float	33,0%
Zysk netto	156,0	191,5	22,7%	186,2	-2,8%	227,1	22,0%		
P/E	16,5	13,4		13,8		11,3		Zmiana ceny: 1m	-0,1%
P/CE	8,8	7,7		7,6		5,6		Zmiana ceny: 6m	3,4%
P/BV	2,3	1,5		1,4		1,2		Zmiana ceny: 12m	29,6%
EV/EBITDA	7,6	5,8		6,9		4,9		Max (52 tyg.)	83,5
Dyid (%)	0,3	3,5		0,7		0,7		Min (52 tyg.)	57,0



Z wypowiedzi prezesa spółki wynika, że wyniki za 2Q2010 będą zbliżone do osiągniętych w 1Q br. W pierwszym kwartale spółka wypracowała 52,8 mln PLN zysku netto. Oznaczałoby to, że w 1H spółka ma już ok. 105 mln PLN zysku, tj. +26% r/r. Przypominamy, że w 3Q2009 zysk wyniósł 90 mln PLN a w czwartym kwartale, kiedy tworzone są dodatkowe rezerwy 17,6 mln PLN. Otoczenie nadal jest sprzyjające dla Bogdanki (wzrost cen węgla energetycznego w ARA do 96 USD/t), dlatego nie widzimy zagrożenia dla realizacji tegorocznej prognozy 186 mln PLN, która konserwatywnie jest o 6 mln PLN niższa niż zysk z 2009 (możliwe pozytywne zaskoczenie i szybszy niż oczekuje rynek wzrost cen węgla krajowego). Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Ceny węgla w Europie

Cena węgla w portach ARA wzrosła do 96 USD/t, węgla rosyjskiego w portach bałtyckich do 91 USD/t - w obu przypadkach osiągając najwyższy poziom notowań od końca 2008 roku. Z punktu widzenia krajowych producentów podstawowego surowca dla energetyki, ceny węgla importowanego stają się istotnie wyższe niż z kopalń krajowych. Po uwzględnieniu kosztów transportu a przede wszystkim osłabienia PLN w relacji do USD, cena zakupu węgla ARA w przeliczeniu na GJ (uwzględnia różną kaloryczność) jest o 34% wyższa niż węgla krajowego. W przypadku węgla rosyjskiego różnica wynosi 25%. Oznacza to, że wolumen importowanego węgla, który był głównym powodem obniżek cen lokalnych producentów w 2009 roku, w kolejnych miesiącach powinien istotnie się zmniejszać (obecnie jeszcze realizacja starych kontraktów). Jeżeli otoczenie nie ulegnie zmianie w przyszłym roku należy oczekiwać wzrostu cen surowca na rynku krajowym, co w połączeniu ze wzrostem wolumenu sprzedaży przez LWB (z 5,3 do 6,8 mln ton) daje realną szansę na podwyżkę przyszłorocznych prognoz EPS.

Przemysł

Grajewo

Konkurencja może zacząć budować

Starostwo powiatowe w Bielsku Podlaskim wydało pozwolenie na budowę fabryki szwedzkiego koncernu Swedspan w gminie Orla (grupa IKEA). Koncern deklaruje zainwestowanie 340 mln EUR w celu zbudowania fabryki ultra cienkiej płyty typu MDF. Inwestycja mogłaby zostać ukończona w 2012 roku. Wcześniej koncern deklarował rozpoczęcie budowy w kwietniu bieżącego roku i zakupił on grunty pod planowaną inwestycję, a obecne uzyskanie pozwolenia na budowę zwiększa szansę na wejście w życie planów inwestycyjnych. Zamówienia koncernu Ikea generują około 10% przychodów Grupy Pfleiderer Grajewo.

Kernel

Zakończenie zakupu Allseeds

Spółka poinformowała, że 22 czerwca 2010 roku zrealizowana została umowa opcji na nabycie 94% w Grupie firm Allseeds. Kernel obecnie dokonuje kontroli stanu technicznego i sprawdza celowość biznesową sprzedaży niektórych z nabytych aktywów w Nikolajewie. Dodatkowo *Gazeta Giełdy Parkiet* poinformowała, że akcjonariusz mniejszościowy (Cross Trade Finance Commodities) przejmowanego przez Kernel Allseeds żąda nawet 10 mln USD za 6% pakiet mniejszościowy, podczas gdy Kernel za 56% akcji Spółki zapłacił 42 mln USD. Akcjonariusz mniejszościowy zapowiada, że jeśli Kernel nie wykupi pakietu mniejszościowego po żądanej cenie, to ten będzie blokował procesy restrukturyzacyjne Allseeds. Naszym zdaniem konflikt z akcjonariuszem mniejszościowym wpłynąć może na opóźnienie włączenia Allseeds w strukturę Kernela. Trudno jest się natomiast spodziewać, aby w dłuższym okresie akcjonariusz mniejszościowy mógł skutecznie blokować procesy decyzyjne w przejmowanym przedsiębiorstwie.

Warunki obligacji w ramach zwrotu VAT

W dniu 21 czerwca ukraińscy eksporterzy (809 podmiotów) zgłosili 658 mln USD należności z tytułu nadpłaconego podatku VAT do odzyskania w postaci obligacji skarbu państwa. Rząd planuje wyemitować obligacje skarbu państwa na kwotę 2,47 mld USD by pokryć należności eksportowych związane z nadpłaconym podatkiem VAT dla eksporterów. Oprocentowanie papierów dłużnych ma wynieść 5,5% w skali roku (wobec 9,5% stopy redyskontowej weksli Banku Narodowego Ukraina), a okres zapadalności, to pięć lat. Papiery wartościowe mają zostać wyemitowane na początku lipca. Bardzo prawdopodobne, że stosunkowo długi termin wykupu i niska stopa oprocentowania sprawi, że przez pierwszych parę miesięcy obligacje handlowane one będą z dużym dyskontem. To z kolei wydłuży czas, odzyskania przez eksporterów nadpłaconego podatku, lub zmusi ich do sprzedaży papierów wartościowych po niskich cenach.

Obniżona prognoza zbiorów na Ukrainie w bieżącym roku

Ministerstwo Rolnictwa Ukrainy obniżyło prognozę produkcji zbóż w bieżącym roku z 46-47 mln ton do 45-45,5 mln ton. Rok wcześniej produkcja wyniosła 46 mln ton. Ministerstwo spodziewa się, że łącznie w bieżącym roku z Ukrainy wyeksportowane zostanie 21 mln ton zbóż, wobec wcześniejszej prognozy na poziomie 22-24 mln ton zbóż. Dużo większe obniżenie poziomu eksportu niż produkcji wynika z dużych rezerw zbóż na terenie Federacji Rosyjskiej. Eksport zeszłorocznych zbiorów z Ukrainy w sezonie 2009/2010 szacowany jest na poziomie 22 mln ton.



Astarta (Sprzedaj)

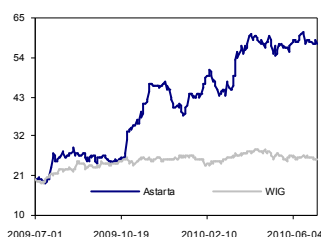
Cena bieżąca: 58 PLN

Cena docelowa: 45,83 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-11

(mIn UAH)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	970,7	1 354,8	39,6%	2 193,5	61,9%	1 714,4	-21,8%	Liczba akcji (mln)	25,0
EBITDA	223,5	550,5	146,4%	995,4	80,8%	470,1	-52,8%	MC (cena bieżąca)	1 450,0
marża EBITDA	23,0%	40,6%		45,4%		27,4%		EV (cena bieżąca)	1 652,5
EBIT	150,8	457,5	203,4%	881,7	92,7%	351,8	-60,1%	Free float	19,5%
Zysk netto	-89,2	323,4		769,5	137,9%	240,9	-68,7%		
P/E		10,7		4,5		14,4		Zmiana ceny: 1m	-1,2%
P/CE		8,3		3,9		9,7		Zmiana ceny: 6m	43,2%
P/BV	5,4	2,6		1,6		1,6		Zmiana ceny: 12m	182,9%
EV/EBITDA	20,2	8,1		4,0		8,0		Max (52 tyg.)	60,9
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		6,6		Min (52 tyg.)	19,0



Ministerstwo rolnictwa Ukrainy zapowiada, że przyszłoroczna krajowa produkcja cukru sięgnąć może 2,1-2,2MT, co przy popycie na poziomie 1,9MT i możliwej wielkości eksportu do Rosji (0,3MT) sprawi, że lokalny rynek cukru będzie w pełni zbilansowany. To z kolei powoduje, że na jesieni obecny poziom cen cukru (900 USD za tonę wobec 550 USD za tonę na rynkach światowych) będzie nieuzasadniony. Spadek cen cukru jest tym bardziej prawdopodobny, że aby eksportować cukier z Ukrainy do Rosji lokalne ceny muszą być konkurencyjne do tych, jakie są obecnie na terenie republiki rosyjskiej (obecnie w Rosji ceny są na poziomie 900 USD za tonę). Nawet biorąc pod uwagę zwiększenie wolumenu sprzedaży cukru przez Spółkę w roku 2010 trudno, naszym zdaniem będzie powtórzyć tak dobre wyniki operacyjne jak ma to miejsce w bieżącym roku. Rynkowa cena akcji Astarty znajduje się obecnie na szczytach i wyraźnie zatrzymała swój trend wzrostowy. Spodziewany spadek cen cukru na Ukrainie w drugiej połowie roku z pewnością zostanie zauważony przez inwestorów, a to przełoży się na spadek notowań Spółki na parkiecie. Podtrzymujemy rekomendację sprzedaż.

Spodziewana produkcja cukru w sezonie 2010/2011

Wiceminister Rolnictwa Ukrainy zapowiedział, że wielkość produkcji cukru w sezonie 2010/2011 wynieść może 2,1-2,2MT. Ministerstwo spodziewa się zbiorów buraka cukrowego na poziomie 16MT, co przy wcześniejszej prognozie zasiewu buraka (14 maja około 480 tys. ha) dawałoby rentowność 33,3 tony z hektara (w sezonie 2009/2010 31,3t/ha). Z kolei produkcja cukru na poziomie 2,1MT wymagałaby zawartości cukru w buraku na poziomie 131g na 1 kg. W bieżącym roku krajowe zapotrzebowanie na cukier wyniosło 1,9MT. Według nas szacunki Ministerstwa nie są wygórowane. We wcześniejszych latach rentowność produkcji buraka cukrowego dochodziła do wyższych poziomów (np. w 2008 35,4 t/ha). To samo miało miejsce w przypadku zawartości cukru w buraku, która w 1996 roku sięgnęła poziomu 143g z 1kg.

Rosja znosi cło importowe na ukraiński cukier

Rosja znosi cło na cukier importowany z Ukrainy. To powoduje, że w przyszłym (2011) roku Ukraina będzie mogła wyeksportować do Rosji około 0,3MT cukru rocznie. Wcześniej cło importowe wynosiło 300 USD za tonę, co powodowało, że eksport był nieopłacalny. Obecnie cena cukru na terenie Rosji wynosi około 900USD za tonę, czyli tyle samo co na Ukrainie. Aby eksport cukru był opłacalny ceny cukru na Ukrainie muszą być na poziomie niższym niż obecnie w Rosji. Roczna produkcja cukru w Rosji wynosi około 3,3-3,5MT, wobec zapotrzebowania na poziomie 5,5-6,0MT. To sprawia, że import cukru wynosi corocznie około 2-3MT. Deficyt cukru na świecie w zeszłym sezonie (2009/2010) ograniczył import cukru do Rosji (2,1MT), co wpłynęło na znacznie wyższy poziom cen w regionie. Przy prognozowanej na kolejny rok produkcji cukru na Ukrainie na poziomie 2,1-2,2MT, możliwym importem w kwocie importowej w wielkości 0,17MT i konsumpcji na poziomie 1,9MT, nadwyżka podaży cukru wynosić będzie minimalnie 0,37MT. Jeśli uda się wyeksportować 0,3MT do Rosji, to wciąż ukraiński rynek jest zbilansowany, dlatego dalsze utrzymywanie się cen na poziomie 800-900USD za tonę wobec światowych cen na poziomie około 500 USD/tona jest bezpodstawne. Tym niemniej możliwość eksportu nadwyżki cukru do Rosji jest pozytywną informacją dla ukraińskiego producenta cukru, gdyż to zmniejsza zakres spadku cen cukru na lokalnym rynku, niż miałyby to miejsce w przypadku wysokiej nadpodaży.

Warunki obligacji w ramach zwrotu VAT

W dniu 21 czerwca ukraińscy eksporterzy (809 podmiotów) zgłosili 658 mln USD należności z tytułu nadpłaconego podatku VAT do odzyskania w postaci obligacji skarbu państwa. Rząd planuje wyemitować obligacje skarbu państwa na kwotę 2,47 mld USD by pokryć należności eksportowych związane z nadpłaconym podatkiem VAT dla eksporterów. Oprocentowanie papierów dłużnych ma wynieść 5,5% w skali roku (wobec 9,5% stopy redyskontowej weksli



Banku Narodowego Ukraina), a okres zapadalności, to pięć lat. Papiery wartościowe mają zostać wyemitowane na początku lipca. Bardzo prawdopodobne, że stosunkowo długi termin wykupu i niska stopa oprocentowania sprawi, że przez pierwszych parę miesięcy obligacje handlowane one będą z dużym dyskontem. To z kolei wydłuży czas, odzyskania przez eksporterów nadpłaconego podatku, lub zmusi ich do sprzedaży papierów wartościowych po niskich cenach.

Obniżona prognoza zbiorów na Ukrainie w bieżącym roku

Ministerstwo Rolnictwa Ukrainy obniżyło prognozę produkcji zbóż w bieżącym roku z 46-47 mln ton do 45-45,5 mln ton. Rok wcześniej produkcja wyniosła 46 mln ton. Ministerstwo spodziewa się, że łącznie w bieżącym roku z Ukrainy wyeksportowane zostanie 21 mln ton zbóż, wobec wcześniejszej prognozy na poziomie 22-24 mln ton zbóż. Dużo większe obniżenie poziomu eksportu niż produkcji wynika z dużych rezerw zbóż na terenie Federacji Rosyjskiej. Eksport zeszłorocznych zbiorów z Ukrainy w sezonie 2009/2010 szacowany jest na poziomie 22 mln ton.



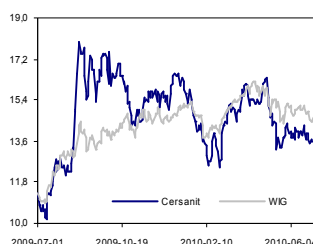
Cersanit (Trzymaj)

Cena bieżąca: 13,55 PLN Cena docelowa: 13,43 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2010-06-04

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 517,3	1 415,2	-6,7%	1 506,9	6,5%	1 612,8	7,0%	Liczba akcji (mln)	144,3
EBITDA	339,7	284,7	-16,2%	323,3	13,5%	369,0	14,2%	MC (cena bieżąca)	1 954,7
marża EBITDA	22,4%	20,1%		21,5%		22,9%		EV (cena bieżąca)	2 963,3
EBIT	233,9	168,1	-28,1%	207,1	23,2%	252,0	21,7%	Free float	28,1%
Zysk netto	7,7	-8,1		122,4		144,3	17,9%		
P/E	253,7			16,0		13,5		Zmiana ceny: 1m	-3,2%
P/CE	17,2	18,0		8,2		7,5		Zmiana ceny: 6m	-15,4%
P/BV	1,9	1,8		1,6		1,5		Zmiana ceny: 12m	28,8%
EV/EBITDA	9,1	10,8		9,2		7,8		Max (52 tyg.)	18,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	10,2



Rok 2010 na rynku krajowym będzie dla producentów ceramiki łazienkowej okresem stabilizacji zarówno pod względem cen, jak i wielkości sprzedaży. Z rynków eksportowych jak na razie tylko w Rosji spostrzec można ożywienie handlu, natomiast pozostałe kraje eksportowe zbliżają się obecnie do lokalnych minimów i naszym zdaniem dopiero kolejny rok przynieść może zwiększenie poziomu sprzedaży. Spółka nawet przy optymistycznej prognozie zwiększenia przychodów w drugiej połowie roku notowana jest na bieżący rok ze wskaźnikami P/E 16,0 i EV/EBITDA 8,2. Naszym zdaniem zarówno ożywienie na rynku rosyjskim, jak i zwiększenie sprzedaży na Ukrainie, są już odzwierciedlone w cenie. Obecne kursy walutowe na koniec 2Q2010 wpływają na przeszacowanie portfela kredytów w kwocie +88,0 mln PLN (na dzień 31.12.2009 Spółka posiadała równowartość 1,1 mld PLN kredytów w walutach obcych), co negatywnie przełożyłoby się na wyniki 2Q10. Zbliżający się termin publikacji prognoz przez analityków, którzy uwzględnią negatywny efekt z przeszacowania portfela kredytów przy obecnej wysokiej wycenie spowodować może, że notowania Cersanitu mogą się zachowywać gorzej od rynku. Rozważyć dlatego należy zmniejszenie pozycji w akcjach producenta płytek i ponowne podkupienie po ogłoszeniu prognoz. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Zmiany w Zarządzie

Spółka poinformowała, że w dniu 1 czerwca bieżącego roku Rada Nadzorcza odwołała Pana Pawła Oskarda z funkcji członka Zarządu. Odwołanie nastąpiło na skutek złożenia rezygnacji z pełnionej funkcji. Od 2002 roku pełnił funkcję Dyrektora Finansowego w Cersanit S.A., natomiast od czerwca 2007 roku funkcję Członka Zarządu Cersanit S.A.

Wywiad z przewodniczącym RN

Przewodniczący Rady Nadzorczej w wywiadzie udzielonym dla *Gazety Giełdy Parkiet* poinformował, że Spółka obserwuje oznaki ożywienia popytu na płytki i ceramikę sanitarną na rynkach eksportowych. Poinformował, że fabryki na Ukrainie i w Rosji pracują na pełnych obrotach. Znacznie mniejsze obłożenie mają z kolei fabryki zlokalizowane na terenie kraju. Spółka pracuje nad wprowadzeniem na rynek nowych, bardziej zyskowych kolekcji. Przewodniczący zapowiedział, że Grupa w 2Q10 powinna osiągnąć lepsze wyniki niż w analogicznym okresie roku poprzedniego. W raporcie z dnia 04.06 założyliśmy zwiększenie wykorzystania mocy produkcyjnych z 47,6 mln m² płytek rocznie w roku 2009 do 52,0 mln m² płytek w roku bieżącym. Pamiętać należy, że wzrostowi wolumenu sprzedaży towarzyszy spadek średniej ceny płytek (na rynku krajowym ponad 15% r/r), co wpływa na niższe wyniki operacyjne spółek produkujących płytki ceramiczne.

Umowa o dużej wartości

Spółka poinformowała, że w dniu 22 czerwca 2010 roku zawarła umowę dystrybucyjną z Meissen Keramik Vertriebs GmbH (Niemcy). Na mocy porozumienia niemiecki kontrahent będzie wyłącznym dystrybutorem produktów oferowanych przez Grupę Cersanit na terytorium Niemiec, Holandii, Belgii, Luksemburga, Austrii i Szwajcarii. Umowa zawarta została na czas nieoznaczony, a szacunkowa wartość oczekiwanych przychodów ze sprzedaży wynikających z umowy na okres 5 lat wynosi około 350 mln EUR (1418,72 mln PLN). Podana szacunkowa wartość przychodów wynikających z umowy na okres pięciu lat wynosi około 283,74 mln PLN rocznie, czyli około 20% tegorocznej prognozowanej przez nas sprzedaży Grupy. Umowa z pewnością przysłużyć się może zwiększeniu udziałów rynkowych na terenie Europy Zachodniej. Trzeba jednak pamiętać, że nadpodaż płytek ceramicznych i ceramiki łazienkowej w Europie Zachodniej jest na znacznie wyższym poziomie niż w Polsce. Wiele fabryk zlokalizowanych na terenie Włoch czy Hiszpanii istotnie zmniejszyło wykorzystanie mocy produkcyjnych, a część z nich czasowo nawet wstrzymała produkcję. Duża konkurencja może stanowić główny problem w wykonaniu warunków powyższej umowy, tym bardziej, że nie przewiduje ona naliczania kar umownych w wyniku niespełnienia się jej warunków.



Famur (Trzymaj)

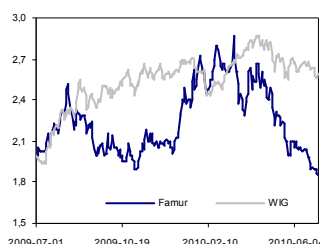
Cena bieżąca: 1,85 PLN

Cena docelowa: 2,03 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-28

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 089,1	695,1	-36,2%	625,6	-10,0%	605,4	-3,2%	Liczba akcji (mIn)	481,5
EBITDA	199,0	133,6	-32,9%	99,7	-25,4%	157,1	57,6%	MC (cena bieżąca)	890,8
marża EBITDA	18,3%	19,2%		15,9%		26,0%		EV (cena bieżąca)	871,5
EBIT	164,2	100,8	-38,6%	66,5	-34,1%	120,7	81,6%	Free float	11,8%
Zysk netto	59,1	58,0	-1,8%	57,2	-1,4%	97,2	70,0%		
P/E	15,1	15,4		15,6		9,2		Zmiana ceny: 1m	-10,2%
P/CE	9,5	9,8		9,8		6,7		Zmiana ceny: 6m	-21,9%
P/BV	1,4	1,3		1,2		1,0		Zmiana ceny: 12m	-8,9%
EV/EBITDA	4,9	7,3		8,7		5,0		Max (52 tyg.)	2,9
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	1,9



Spółka w pierwszym kwartale 2010 roku pozyskała kontrakty na obudowy zmechanizowane na łączną kwotę około 82,9 mln PLN (kontrahent meksykański 28,8 mln PLN, Kompania Węglowa 53,1mln PLN). To powoduje, że obecnie Spółce zależnej Fazos nie grozi ryzyko nie obłożenia mocy w zakresie produkcji obudów zmechanizowanych w bieżącym roku obrotowym. Problemem Grupy wciąż pozostają zamówienia w segmentach odlewów i urządzeń dźwigowych (w 1Q2010 przychody były niższe o odpowiednio -44,3% r/r i -56,0% r/r). Mimo, że zamówienia na te produkty pozostają na niskich poziomach, to na rentowność tychże segmentów pozytywnie wpływa słaba złotówka do euro (segment urządzeń dźwigowych ponad 50% sprzedaje na rynek zachodnioeuropejski, a odlewnie znaczną część produkcji sprzedają na rynek niemiecki). Spółka powinna również skorzystać na poprawiającej się płynności polskiego górnictwa oraz większej chęci banków do zawierania umów leasingowych dla górnictwa. W maju akcje Famuru spadły o 9,6%, podczas gdy indeks szerokiego rynku WIG spadł tylko o 3,8%. Grupa w drugim kwartale zakłada pierwsze dotacje do projektu Famur-2 w kwocie około 5 mln PLN. Wbrew jednak naszym wcześniejszym oczekiwaniom dotacje do projektu inwestycyjnego nie będą miały wpływu na rachunek zysków i strat. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Jastrzębska zarobiła już 325 mln PLN

Spółka poinformowała, że po pięciu miesiącach bieżącego roku Grupa wypracowała ponad 325 mln PLN zysku netto. To efekt drożejącego na światowych rynkach węgla koksującego, którego ceny doszły do poziomu 200-250 USD/tona oraz działań kosztowych, jakie podjęła Spółka w zeszłym roku. Mimo że udział wydobycia węgla koksującego w węglu kamiennym ogółem w Polsce wynosi niespełna 10%, to poprawiająca się płynność finansowa drugiej największej Spółki węglowej na rynku jest dobrą informacją dla producentów maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego. Ministerstwo Gospodarki planuje giełdowy debiut Spółki węglowej na przełomie 2011/2012 roku. Według prezesa Jastrzębskiego koncernu Spółka mogłaby pozyskać z giełdy od 3-3,5 mld PLN.

Szansa na wyższą płynność w polskim górnictwie

Gazeta Giełdy Parkiet podaje, że obecne osłabienie polskiej waluty oraz drożejący węgiel na światowych rynkach jest szansą dla polskich kopalń na większą sprzedaż węgla do energetyki zawodowej. Jeśli kopalnie nie zdecydują się na istotne podwyżki wydobywanego surowca, to ten na terenie kraju będzie konkurencyjny do tego za granicą (ARA i węgla rosyjskiego). Dodatkowo na lepszą sytuację materialną kopalni Górnego Śląska działać będzie przeprowadzany proces redukcji zatrudnienia za sprawą realizacji programu dobrowolnych odejść i mniejszego naboru nowych pracowników.

Górnictwo węgla kamiennego w okresie styczeń-kwiecień 2010

W kwietniu 2010 wolumenowo sprzedaż węgla energetycznego w Polsce była o 0,4% r/r wyższa, a węgla koksującego o 76,4% r/r wyższa. Wolumen sprzedaży węgla dla energetyki zawodowej był o 6,4% r/r niższy, a eksport węgla o 61,3% r/r wyższy. Ceny węgla energetycznego były średnio o 10,7% r/r niższe, a ceny węgla koksującego wzrosły o 10,2% r/r. Wynik finansowy netto sektora (z wyłączeniem Bogdanki) wyniósł w kwietniu 0,5 mln PLN. Osłabienie złotówki względem obcych walut powinno pozytywnie wpływać na konkurencyjność polskiego węgla. To z kolei pozwoli kopalniom na wzrost cen węgla energetycznego w kolejnych kwartałach i poprawę płynności.

Węglukoks przejmie Remag

Rzeczpospolita poinformowała, że Węglukoks i Ministerstwo Skarbu Państwa parafowali porozumienie w sprawie sprzedaży 85% akcji Remagu spółce Węglukoks. Wcześniej



Węglkokoks otrzymał od Ministerstwa Skarbu wyłączność na negocjacje w sprawie prywatyzacji katowickiego Remagu.

Dofinansowanie już w lipcu

Wiceminister Gospodarki – Joanna Strzelec-Łobodzińska poinformowała, że 6 lipca wejdzie w życie rozporządzenie ministra gospodarki w sprawie dotacji na inwestycje w górnictwie. Dofinansowanie opiewa na kwotę 400 mln PLN i dotyczy nowych projektów inwestycyjnych w polskim górnictwie węgla kamiennego. O dofinansowaniu szerzej pisaliśmy w raportach Spółek Famur i Kopex z dnia 28.05 bieżącego roku.

Akcje śląskich kopalni dla Famuru i Kopexu

Wicepremier i minister gospodarki – Waldemar Pawlak - poinformował, że krajowi producenci maszyn i urządzeń dla górnictwa mogliby wziąć udział w prywatyzacji śląskich kopalni. Problem polega na tym, że możliwości finansowe Famuru i Kopexu są nieporównywalnie mniejsze niż potencjalne wielkości oferty publicznej śląskich spółek górniczych. Według wcześniejszych wypowiedzi Zarządu Jastrzębskiej Spółki Węglowej wartość oferty publicznej producenta węgla koksującego wynieść by mogła 3-3,5 mld PLN, podczas gdy na koniec 1Q2010 Famur i Kopex dysponowały środkami pieniężnymi w wysokości odpowiednio 62,4 mln PLN i 19,7 mln PLN. Naszym zdaniem jest to informacja spekulacyjna i w zasadzie niemożliwa do wykonania.



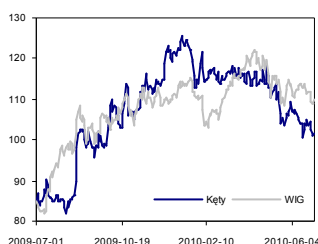
Kęty (Trzymaj)

Cena bieżąca: 101,8 PLN Cena docelowa: 120,36 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2010-02-24

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 170,8	1 107,3	-5,4%	1 193,2	7,8%	1 266,9	6,2%	Liczba akcji (mln)	9,2
EBITDA	188,4	188,1	-0,1%	189,7	0,8%	207,3	9,3%	MC (cena bieżąca)	939,2
marża EBITDA	16,1%	17,0%		15,9%		16,4%		EV (cena bieżąca)	1 170,7
EBIT	126,7	124,0	-2,1%	123,4	-0,5%	138,6	12,4%	Free float	53,9%
Zysk netto	61,2	71,1	16,2%	88,4	24,4%	100,8	14,0%		
P/E	15,3	13,2		10,6		9,3		Zmiana ceny: 1m	-7,1%
P/CE	7,6	6,9		6,1		5,5		Zmiana ceny: 6m	-16,8%
P/BV	1,3	1,2		1,1		1,1		Zmiana ceny: 12m	21,2%
EV/EBITDA	7,0	6,1		6,2		5,5		Max (52 tyg.)	125,4
Dyid (%)	4,4	0,0		3,8		5,2		Min (52 tyg.)	82,0



Prognoza wyników za drugi kwartał bieżącego roku wskazuje, że Spółce nie udało się odrobić mniejszej sprzedaży zanotowanej w pierwszym kwartale bieżącego roku w zakresie segmentów związanych z produktami i usługami dla branży budowlanej (SAB,SUB,SSA). Spółka po 2Q10 wykonała 35,9% prognozy Zarządu w zakresie szacowanego na koniec roku zysku operacyjnego i 38,1% w zakresie zysku netto, podczas gdy średnio w latach 2001-2010 po pierwszym półroczu Spółce udawało się wypracować 49,7% całorocznego zysku operacyjnego i 51,0% zysku netto. To powoduje, że naszym zdaniem Grupie Kęty ciężko będzie wykonać założony przez Zarząd poziom zysku operacyjnego i zysku netto na 2010 rok (117,6 mln zysku operacyjnego i 81,5 zysku netto). Nie sprzyjać temu będzie mniejsza ilość projektów w zakresie budownictwa mieszkaniowego (w I-V 2010 o 0,4% r/r mniej mieszkań w budowie), budowy biurów (w Warszawie prognozowana oddana powierzchnia w 2010 roku -28,9% r/r) i obiektów handlowych (większość obiektów zaczętych w latach 2007-2008 oddana została w drugiej połowie 2009 roku, a ilość rozpoczynanych była znikoma). Otoczenia nie poprawia również sytuacja w motoryzacji (w Europie w I-V 2010 liczba sprzedanych aut była o 1% r/r niższa niż w słabym sprzedażowo początku 2009 roku). Dodatkowo na wyniki operacyjne Grupy negatywny wpływ ma rosnąca cena aluminium w PLN (+10,7 vs. założenia Zarządu), która obecnie jest o ponad 27,9% r/r wyższa. Atrakcyjność inwestycyjną Grupy Kęty poprawia dywidenda (DY 4,0%), dla której dniem ustalenia prawa jest 14 lipca. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Prognoza Zarządu na 2Q10

Zarząd w drugim kwartale 2010 roku spodziewa się przychodów ze sprzedaży na poziomie 285 mln PLN, czyli 15% więcej q/q i 2,5% więcej niż w 1Q2009. Ponadto względem pierwszego kwartału 2010 roku Spółka odnotowała wzrost wolumenów sprzedaży we wszystkich segmentach operacyjnych. W sumie według prognozy Zarządu Spółka w 2Q2010 wypracowała zysk operacyjny na poziomie 26-27 mln PLN, czyli o 24% mniej niż w analogicznym okresie rok wcześniej. Na wynik ten pozytywnie wpłynęły transakcje zabezpieczające w wysokości 2 mln PLN wobec -7,4 mln PLN w analogicznym okresie rok wcześniej. Gdyby wyliczyć efekt na transakcjach zabezpieczających, to wynik w bieżącym kwartale wyniósłby 28-29 mln PLN wobec 28,1 mln PLN w 2Q2009. Wynik na działalności finansowej w drugim kwartale bieżącego roku szacowany jest na poziomie -7 mln PLN, na co wpływają odsetki od kredytów, przeszacowanie portfela kredytów (nasze szacunki -8,5 mln PLN) oraz dodatni wynik na rozliczonych w drugim kwartale transakcjach hedgingowych. Wyniki za drugi kwartał bieżącego roku pokazują, że pod względem przychodów Spółce nie udało się odrobić mniejszej sprzedaży zanotowanej w pierwszym kwartale bieżącego roku w zakresie segmentów związanych z produktami i usługami dla branży budowlanej (SAB,SUB,SSA). Spółka po 2Q10 wykonała 35,9% prognozy Zarządu w zakresie szacowanego na koniec roku zysku operacyjnego i 38,1% w zakresie zysku netto, podczas gdy średnio w latach 2001-2010 po pierwszym półroczu Spółce udawało się wypracować 49,7% całorocznego zysku operacyjnego i 51,0% zysku netto. To powoduje, że naszym zdaniem Grupie Kęty ciężko będzie wykonać założony przez Zarząd poziom zysku operacyjnego i zysku netto na 2010 rok (117,6 mln zysku operacyjnego i 81,5 zysku netto). To skłania nas do obniżenia prognozy wyników na 2010 rok. Dodatkowo Aviva OFE poinformowało o zwiększeniu udziału do 10,15% kapitału zakładowego.



Kopex (Trzymaj)

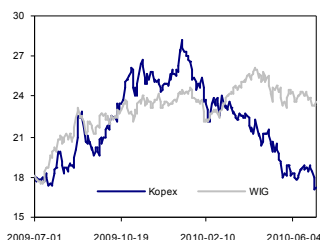
Cena bieżąca: 17,3 PLN

Cena docelowa: 18,46 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-28

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 982,6	2 313,4	16,7%	2 448,7	5,8%	2 547,3	4,0%	Liczba akcji (mln)	74,3
EBITDA	236,0	217,1	-8,0%	232,2	7,0%	265,5	14,4%	MC (cena bieżąca)	1 286,0
marża EBITDA	11,9%	9,4%		9,5%		10,4%		EV (cena bieżąca)	1 664,9
EBIT	174,9	145,3	-16,9%	143,8	-1,1%	173,7	20,8%	Free float	28,5%
Zysk netto	85,4	87,2	2,1%	80,6	-7,6%	113,6	40,9%		
P/E	13,7	14,7		16,0		11,3		Zmiana ceny: 1m	-4,9%
P/CE	8,0	8,1		7,6		6,3		Zmiana ceny: 6m	-37,1%
P/BV	0,6	0,5		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-2,8%
EV/EBITDA	6,5	7,9		7,2		5,9		Max (52 tyg.)	28,3
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	17,2



Rosnące ceny węgla energetycznego i koksującego na światowych rynkach oraz spadek importu rosyjskiego węgla do Polski pozytywnie wpływa na płynność finansową polskich kopalń. Te z kolei, przy sprzyjającym otoczeniu makroekonomicznym będą bardziej skłonne do zwiększania inwestycji w zakresie maszyn i urządzeń dla górnictwa w celu nie tylko udostępniania nowych złóż, ale również wymiany starego, nieefektywnego sprzętu. Pozytywnie wpływać na to będzie zatwierdzenie przez Komisję Europejską programu pomocowy Rządu w kwocie 400 mln PLN. Oceniamy również, że poprawiające się otoczenie makroekonomiczne na rynkach eksportowych, związane z rosnącymi cenami węgla i większymi wolumenami eksportu, skłaniać będzie spółki węglowe do kontynuacji wcześniej wstrzymanych inwestycji. Na większe prawdopodobieństwo zdobycia zagranicznego kontraktu wpływa obecne osłabienie złotówki do euro i dolara co powoduje, że oferty składane na rynkach zagranicznych są konkurencyjne cenowo. Dotyczy to również rynku rosyjskiego, gdyż tylko w drugim kwartale złotówka osłabiła się do rubla o 12%. Głównymi zagrożeniami dla rezultatów jest brak zamówień zależnego Tagoru na trzeci kwartał oraz potencjalna strata wynikająca z rozwiązania kontraktów walutowych, jeśli zerwano by kontrakt z kontrahentem Argentynskim (strata 10-15 mln PLN). W maju bieżącego roku ceny akcji Spółki obniżyły się o 1,2%, podczas gdy indeks szerokiego rynku spadł o 3,8%. Uważamy, że wzrastające szanse na pozyskanie kontraktów na rynkach krajowym i zagranicznym powinny powodować, że na spadkowym rynku ceny akcji polskiego producenta maszyn i urządzeń dla górnictwa powinny się kształtować lepiej niż rynek. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Jastrzębska zarobiła już 325 mln PLN

Spółka poinformowała, że po pięciu miesiącach bieżącego roku Grupa wypracowała ponad 325 mln PLN zysku netto. To efekt drożejącego na światowych rynkach węgla koksującego, którego ceny doszły do poziomu 200-250 USD/tona oraz działań kosztowych, jakie podjęła Spółka w zeszłym roku. Mimo że udział wydobywania węgla koksującego w węglu kamiennym ogółem w Polsce wynosi niespełna 10%, to poprawiająca się płynność finansowa drugiej największej Spółki węglowej na rynku jest dobrą informacją dla producentów maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego. Ministerstwo Gospodarki planuje giełdowy debiut Spółki węglowej na przełomie 2011/2012 roku. Według prezesa Jastrzębskiego koncernu Spółka mogłaby pozyskać z giełdy od 3-3,5 mld PLN.

Szansa na wyższą płynność w polskim górnictwie

Gazeta *Giełdy Parkiet* podaje, że obecne osłabienie polskiej waluty oraz drożejący węgiel na światowych rynkach jest szansą dla polskich kopalń na większą sprzedaż węgla do energetyki zawodowej. Jeśli kopalnie nie zdecydują się na istotne podwyżki wydobywanego surowca, to ten na terenie kraju będzie konkurencyjny do tego za granicą (ARA i węgla rosyjskiego). Dodatkowo na lepszą sytuację materialną kopalni Górnego Śląska działać będzie przeprowadzany proces redukcji zatrudnienia za sprawą realizacji programu dobrowolnych odejść i mniejszego naboru nowych pracowników.

Górnictwo węgla kamiennego w okresie styczeń-kwiecień 2010

W kwietniu 2010 wolumenowo sprzedaż węgla energetycznego w Polsce była o 0,4% r/r wyższa, a węgla koksującego o 76,4% r/r wyższa. Wolumen sprzedaży węgla dla energetyki zawodowej był o 6,4% r/r niższy, a eksport węgla o 61,3% r/r wyższy. Ceny węgla energetycznego były średnio o 10,7% r/r niższe, a ceny węgla koksującego wzrosły o 10,2% r/r. Wynik finansowy netto sektora (z wyłączeniem Bogdanki) wyniósł w kwietniu 0,5 mln PLN. Osłabienie złotówki względem obcych walut powinno pozytywnie wpływać na konkurencyjność polskiego węgla. To z kolei pozwoli kopalniom na wzrost cen węgla energetycznego w kolejnych kwartałach i poprawę płynności.

Węglkokoks przejmuje Remag

Rzeczpospolita poinformowała, że Węglkokoks i Ministerstwo Skarbu Państwa parafowali porozumienie w sprawie sprzedaży 85% akcji Remagu spółce Węglkokoks. Wcześniej Węglkokoks otrzymał od Ministerstwa Skarbu wyłączność na negocjacje w sprawie prywatyzacji katowickiego Remagu.

Zbycie udziałów w spółce Fasing

Spółka poinformowała o zbyciu w transakcji pakietowej w dniu 11 czerwca bieżącego roku 140 tys. akcji giełdowej Spółki Fasing. W dniu zbycia cena zamknięcia wyniosła 15,70 PLN na akcję. Gdyby transakcja realizowana była po giełdowej cenie zamknięcia to wartość transakcji sięgnęłaby 2,2 mln PLN. Sprzedaż papierów wpłynie pozytywnie na rachunek zysków i strat w kwocie 0,5 mln PLN w 2Q10.

Dofinansowanie już w lipcu

Wiceminister Gospodarki – Joanna Strzelec-Łobodzińska poinformowała, że 6 lipca wejdzie w życie rozporządzenie ministra gospodarki w sprawie dotacji na inwestycje w górnictwie. Dofinansowanie opiewa na kwotę 400 mln PLN i dotyczy nowych projektów inwestycyjnych w polskim górnictwie węgla kamiennego. O dofinansowaniu szerzej pisaliśmy w raportach Spółek Famur i Kopex z dnia 28.05 bieżącego roku.

Akcje śląskich kopalni dla Famuru i Kopexu

Wicepremier i minister gospodarki – Waldemar Pawlak - poinformował, że krajowi producenci maszyn i urządzeń dla górnictwa mogliby wziąć udział w prywatyzacji śląskich kopalni. Problem polega na tym, że możliwości finansowe Famuru i Kopexu są nieporównywalnie mniejsze niż potencjalne wielkości oferty publicznej śląskich spółek górniczych. Według wcześniejszych wypowiedzi Zarządu Jastrzębskiej Spółki Węglowej wartość oferty publicznej producenta węgla koksującego wynieść by mogła 3-3,5 mld PLN, podczas gdy na koniec 1Q2010 Famur i Kopex dysponowały środkami pieniężnymi w wysokości odpowiednio 62,4 mln PLN i 19,7 mln PLN. Naszym zdaniem jest to informacja spekulacyjna i w zasadzie niemożliwa do wykonania.



Mondi (Trzymaj)

Cena bieżąca: 69,95 PLN Cena docelowa: 67,3 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2010-06-02

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 406,3	1 360,8	-3,2%	1 799,9	32,3%	1 986,1	10,3%	Liczba akcji (mIn)	50,0
EBITDA	305,5	217,9	-28,7%	413,5	89,7%	493,3	19,3%	MC (cena bieżąca)	3 497,5
marża EBITDA	21,7%	16,0%		23,0%		24,8%		EV (cena bieżąca)	4 139,1
EBIT	194,7	99,6	-48,8%	242,2	143,1%	323,0	33,4%	Free float	19,0%
Zysk netto	141,2	71,4	-49,4%	195,7	174,1%	279,0	42,6%		
P/E	24,8	49,0		17,9		12,5		Zmiana ceny: 1m	-5,8%
P/CE	13,9	18,4		9,5		7,8		Zmiana ceny: 6m	13,2%
P/BV	3,3	3,0		2,5		2,5		Zmiana ceny: 12m	16,1%
EV/EBITDA	12,4	19,2		10,0		8,3		Max (52 tyg.)	79,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		7,3		Min (52 tyg.)	57,0



Słabe wyniki za 1Q2010 będą poprawiać się w kolejnych kwartałach na co wpływ będzie miało: osłabienie PLN w stosunku do EUR i dalszy wzrost cen papieru w EUR. Niekorzystny dla spółki jest gwałtowny wzrost cen makulatury, która stanowi podstawowy surowiec, szczególnie po rozbudowaniu mocy produkcyjnych właśnie w obszarze papierów makulaturowych, ale również wzrost cen drewna co pokazały wyniki 1Q. Zawężenie się marży ma naszym zdaniem charakter długoterminowy i jest efektem rozbudowy mocy wytwórczych w regionie. Dynamiki wzrostu cen makulatury i finalnego produktu w 2Q, powodują, że marża jednostkowa już ustabilizowała się. Podtrzymujemy neutralną rekomendację.

Ceny papieru

Zgodnie z danymi FOEX w 2Q na rynku europejskim średnia cena kraftlinera wyniosła 480 EUR/t, testlinera 395 EUR/t a Flutingu 365,2 EUR/t. Po uwzględnieniu średniego kursu EUR/PLN oznacza to zmianę w relacji do 1Q odpowiednio o: 11,5%; 13,9% i 16,3%. W tym czasie średnie ceny makulatury wzrosły o 32% q/q. Różnica między ceną za tonę testlinera a ceną makulatury wzrosła jednak do 1 105 PLN/t, tj. o 7,5%. W samym czerwcu cena kraftlinera wzrosła wyrażona w EUR o 5,7%, testlinera o 2,2% a flutingu o 1,5%. Do tego dochodzi efekt osłabienia PLN w relacji do EUR o 1,7%. Praktycznie całe zadłużenie spółki (łącznie na koniec 1Q2010 714 mln PLN) denominowane było w PLN, co nie stwarza ryzyka ujemnego wpływu na wyniki 2Q osłabienia PLN.

Budownictwo

Produkcja budowlana w maju

Według danych GUS produkcja budowlano-montażowa (w cenach stałych) była w maju br. o 2,3% wyższa niż przed rokiem i o 17,6% wyższa w porównaniu z kwietniem br. Po wyeliminowaniu wpływu czynników o charakterze sezonowym produkcja budowlano-montażowa ukształtowała się na poziomie o 3,4% niższym niż w analogicznym miesiącu ubiegłego roku i o 3,7% wyższym w porównaniu z kwietniem br.

Budownictwo drogowe

Odcinek A1 ma powstać w systemie PPP

Szef GDDKiA zakłada, że odcinek autostrady A1 Tuszyn – Częstochowa o długości 82 km ma powstać z prywatnych środków. Nie wykluczone, że w systemie PPP powstanie również odcinek Częstochowa – Pyrzowice o długości 57 km. Oba odcinki wchodziły w skład 180-km odcinka Stryków – Pyrzowice (Łódź – Kraków). Pierwotnie, w systemie koncesyjnym, oba odcinki miało budować konsorcjum Autostrada Południe (z udziałem Budimexu). Przyczyny decyzji są dwie: brak środków na finansowanie inwestycji i niechęć do ingerowania w trasę szybkiego ruchu Warszawa – Katowice (ingerencja byłaby konieczna przy okazji budowy). Wiadomość jest negatywna dla sektora, gdyż oznacza niższą podaż kontraktów na rynku.

GDDKiA stawia na jakość dróg

GDDKiA zamierza już w trakcie budowy kontrolować proces realizacji, tak aby uniknąć niespodzianek po oddaniu trasy do użytku. Drogowcy wskazują m.in. na nieprawidłowości w wybudowanej obwodnicy Wyszowska (Budimex i Ferrovial), czy autostrady Kraków – Szarów (Dragados i Polimex). Dyrekcja wdrożyła system zarządzania jakością w 16 laboratoriach Dyrekcji, zgodnie z którym co miesiąc odbywa się kontrola wykonania realizowanego kontraktu. Raport przekazywany jest do oddziału Dyrekcji. Otrzymuje go też centrala i nadzór. Tam gdzie wystąpiły nieprawidłowości, część drogi jest rozbierana i budowana od nowa. Dyrekcja buduje również laboratoria polowe. Ma ich powstać 25: 8 przy budowanych autostradach i 17 przy drogach ekspresowych. Koszt tej inwestycji to około 50 mln PLN. GDDKiA chce też za 37 mln PLN wymienić sprzęt w starych 16 laboratoriach oraz zmodernizować budynki za 25 mln PLN. Wyniki analiz mają być niepodważalne w całej Europie. Działania w kierunku poprawy jakości budowanych dróg już przyniosły efekty. Dyrekcja wykryła nieprawidłowości przy budowie obwodnicy Gdańska (Bilfinger Berger i Wakoż). Zastępca szefa GDDKiA przyznaje, że generalnie najlepszą jakością charakteryzują się prace wykonane przez niemieckie firmy, zaś najwięcej usterek zawierają drogi wykonane przez firmy z krajów południowych. Podsumowując, jest to kolejna wiadomość świadcząca o zaostrzeniu stanowiska GDDKiA wobec wykonawców.

Opóźnienia w budowie dróg spowodowane powodzią

GDDKiA zaprezentowała opóźnienia związane z powodzią, na wybranych odcinkach inwestycji drogowych. Spośród spółek giełdowych, opóźnienia dotyczą m.in. odcinka Szarów – Brzesko (2 miesiące, odcinek buduje konsorcjum z udziałem Polimexu, wstrzymane prace ziemne), odcinka Pyrzowice – Piekary Śląskie (3 miesiące, odcinek buduje Budimex, zagrożone fundamenty pod mosty, zalany odcinek oraz węzeł), odcinek Rzeszów Centralny – Rzeszów Wschód (2 miesiące, Mostostal Warszawa i Acciona, nasiąknięty grunt uniemożliwiający prace ziemne). Prace są ubezpieczone. Nie widzimy ryzyka także po stronie opóźnień (generalnie umowy budowlane przewidują ryzyka związane z powodzią i pozwalają na wydłużenie terminu budowy).

Budownictwo kolejowe

Cięcia programu inwestycyjnego PKP PLK

Prasa donosi, że ze względu na opóźnienia w przygotowaniu nowych inwestycji PKP PLK oraz niewystarczający wkład własny spółki, PKP PLK mogą stracić 6 mld PLN z 19 mld PLN przewidzianych na kolej w Programie Operacyjnym Infrastruktura i Środowisko. Źródła prasowe donoszą o decyzji w sprawie usunięcia z listy POLiŚ kilku dużych inwestycji kolejowych – większość modernizacji linii Szczecin – Wrocław (przez Poznań), linii Warszawa – Białystok – Litwa. Prasa podaje, że wycofane projekty warte są blisko 10 mln PLN, a UE miała do nich dołożyć 6 mld PLN. Niepewny jest też los projektów z listy rezerwowej: Katowice – Zebrzydowice, Katowice – Zwardoń. Na realizację prac potrzeba 3,5 mld PLN, z czego UE miała zwrócić 2,3 mld PLN. Do wykorzystania środków PKP PLK potrzebują około 5,5 mld PLN. Obecnie PKP PLK prowadzi negocjacje z EBI w sprawie 1 mld PLN pożyczki. Wg. przedstawiciela ZDG Tor, problemy wynikają z fatalnego przygotowania inwestycji. Przykładowo, źle przygotowane decyzje środowiskowe doprowadziły do cofnięcia decyzji lokalizacyjnych na odcinku Poznań – Szczecin. Ewentualne wykluczenia z listy POLiŚ dotyczą linii „perspektywicznych”, czyli inwestycji, które rozpisane byłyby w formie przetargów w latach

2011-2012+. Modernizacja linii E65/C-E 65, nie jest zagrożona, a to tej linii dotyczy bardzo wiele z ogłoszonych obecnie i planowanych do ogłoszenia przetargów.

Budownictwo gazowe

Szykują się duże przetargi na gazociąg

Gaz-System do 2014 roku chce zbudować 1 tys. km gazociągów, na co planuje wydać aż 5 mld PLN. Z tego co najmniej 1 mld PLN pochłonią rury. Ich dostawcą wybierze Gaz-System w drodze 3 przetargów. W piątek mija termin składania ofert o dopuszczenie do największego z nich – na dostawę około 900 km rur. W przetargach wziąć udział może Ferrum, Stalprofil oraz inne nie giełdowe firmy. Termin rozpoczęcia procedury był wielokrotnie przesuwany, jednak władze Gaz-System zapewniają, że termin rozstrzygnięcia przetargu (Q1 2011) jest niezagrożony. W przetargu na dostawę 130 km rur ostateczne oferty były składane do 29 czerwca 2010. Na programie budowy gazociągów mogą skorzystać: Pol-Aqua, Prochem, PBG.

Energoinstal

Poprawa wyników dopiero w Q4 2010, ale kontrakty będą wcześniej

Prezes zapowiada, że na poprawę wyników trzeba będzie poczekać do Q4 2010. Q1 2010 zakończył się ponad 6 mln PLN straty. Q2 2010 i Q3 2010 nie będą o wiele lepsze. Cały 2010 rok spółka planuje jednak zakończyć z przychodami na poziomie 200 mln PLN (ubiegły rok: 209 mln PLN) i wynikiem netto rzędu + kilkaset tys. PLN. Dobrze radzi sobie zależna spółka budowlana Interbud-West. Spółka przyznaje jednocześnie, że problem z kontraktami na rynku jest tak duży, że Energoinstal pozyskuje je po koszcie (bez marży, jedynie w celu uniknięcia kosztów stałych). Poprawa wyników ma przyjść w 2011 roku, gdy zarząd przewiduje wzrost przychodów do 400 mln PLN.

Wybór oferty spółki

KGHM wybrał ofertę Energoinstalu na wykonanie, montaż, uruchomienie oraz serwis 2 turbozespołów w EC Głogów i EC Polkowice. Wartość oferty to 42,9 mln PLN.

Kontrakty spółki zależnej Interbud-West

Spółka zależna Interbud-West podpisała dwa kontrakty z dziedziny budownictwa kubaturowego o wartości łącznie 50,6 mln PLN.

Energomontaż Południe

Fuzja Energomontażu i Rafako?

Prezes Energomontażu Południe stwierdził w wywiadzie, że połączenie spółki z Rafako byłoby korzystne. Obecnie nie toczą się żadne rozmowy między spółkami. PBG, posiadacz 25% akcji Energomontażu, nie rozważało dotychczas takiej fuzji. Prezes Energomontażu poinformował, że docelowo wielkość portfela zamówień spółki powinna przekraczać 700 mln PLN. Obecnie jest to około 500 mln PLN. Zdaniem prezesa, docelowy portfel zamówień uda się osiągnąć w ciągu 2-3 miesięcy. W tym roku przychody Energomontażu przekroczą 350 mln PLN, zaś rentowność netto sięgnie 5-8%.

Energomontaż Północ

Wybór oferty na budowę instalacji odazotowania

Vattenfall Heat Poland wybrał ofertę konsorcjum z udziałem firm Hitachi i Energomontaż Północ jako najkorzystniejszą w przetargu na budowę instalacji odazotowania spalin dla kotłów w Elektrociepłowni Siekierki. Wartość oferty to 139,5 mln PLN, z czego udział Energomontażu to 75,0 mln PLN (19,2% zeszłorocznych przychodów Energomontażu, 1,7% prognozowanych przychodów Polimexu w 2010 roku).

Mostostal Płock

Decyzja o wypłacie dywidendy: 4 PLN / akcję

WZA Mostostalu Płock zdecydowało o wypłacie dywidendy w wysokości 4 PLN / akcję (yield=6,8%). Dniem ustalenia prawa do dywidendy będzie 19 sierpnia, a jej wypłata nastąpi 8 września.

Mostostal Zabrze

Pozytywna decyzja sądu okręgowego

Sąd Okręgowy w Katowicach w całości uwzględnił powództwo Mostostalu Zabrze, potwierdzając swój wyrok z 31 lipca 2009 roku uznający za bezskuteczną umowę sprzedaży budynku Altus. Sąd wyliczył poszczególne tytuły prawne (wierzytelności spółki) w kwocie 46 mln PLN + odsetki realizując w ten sposób wskazania sądu apelacyjnego w Katowicach.

Rozpoczęcie skupu akcji własnych

Mostostal Zabrze rozpoczął skup akcji własnych. W 2010 roku na skup akcji spółka ma przeznaczyć 14,2 mln PLN (ekwiwalent yield = 2,8%).

PA Nova**Negocjacje w sprawie sprzedaży Sanowy**

Prezes PA Nova przyznaje, że trzy fundusze zainteresowane są zakupem galerii handlowej Sanowa w Przemyślu. PA Nova jest już na etapie uzgadniania ceny sprzedaży. Otwarcie obiektu planowane jest na dzień 26 lipca, galeria wynajęta jest w 90%. Kolejna galeria handlowa spółki o powierzchni 21 tys. m² ma powstać w Kędzierzynie Koźlu. Aby sfinansować wkład własny inwestycji, spółka rozważa emisję akcji na kwotę 40 mln PLN. Budowę galerii PA Nova rozpocznie w kwietniu 2011, zaś otwarcie obiektu planowane jest na jesień 2012. Przesunięcie realizacji jednej z inwestycji spółki spowoduje, że przychody w Q2 2010 będą niższe, niż w Q1 2010. Nie oznacza to jednak, że spółka nie wygeneruje w roku 160-170 mln PLN przychodów. Nie wykluczone, że PA Nova poinformuje również w sierpniu o podpisaniu kilku dużych kontraktów.

Pol-Aqua**Pol-Aqua nie zrealizuje II i III etapu budowy CH**

Pol-Aqua poinformowała, że w związku z brakiem zawiadomienia od inwestora o możliwości rozpoczęcia budowy II i III etapu budowy CH w Łomiankach, rozwiązaniu uległa umowa na budowę kolejnych etapów obiektu o wartości 99 mln PLN (7,0% prognozowanych przychodów na rok 2010).

Projprzem**Możliwa strata w 2010 roku i w Q2 2010**

Prezes przyznaje, że spółka może mieć problem z zapowiadaną poprawą przychodów o 25-30% r/r. Nie jest przesądzone, czy firma będzie rentowna w 2010 roku, nie można wykluczyć straty netto. Nie widać na razie poprawy w budownictwie przemysłowym. Portfel zamówień spółki w segmencie to jedynie 21 mln PLN. Spółka ubiega się jednak o kontrakty o wartości kilkaset mln PLN i oczekuje pierwszych rozstrzygnięć w najbliższych tygodniach. W zakresie produkcji konstrukcji stalowych, firmie przesunęło się kilka kontraktów. Raczej nie będzie możliwe utrzymanie ubiegłorocznej sprzedaży. Zgodnie z planem za to przebiega produkcja daków przeładunkowych. Zarząd planuje podwoić zeszłoroczną sprzedaż. Już w przyszłym roku zakład osiągnie poziom produkcji, przy którym sprzedaż będzie rentowna. W przyszłości ten segment będzie wiodącym segmentem spółki. Prezes spółki spodziewa się, że również Q2 2010 będzie słaby. W Q2 2010 wygenerowana ma zostać strata.

Triton Development**Przekazania mieszkań w Triton Park od lipca 2010**

W prasie pojawiła się informacja, że ukończenie budowy Triton Park może pozwolić wykazać nawet ponad 200 mln PLN przychodów. Z 597 mieszkań sprzedanych jest 305. Wynik sprzedaży byłby lepszy, gdyby nie rezygnacje z nabycia lokali, spowodowane opóźnieniami w realizacji inwestycji. Pierwsze akty notarialne przekazujące własność mieszkań klientom mogą być podpisywane w lipcu. Najbliżej uruchomienia z nowych projektów jest Triton Kampinos, projekt na 700 mieszkań. Pierwszy etap inwestycji może ruszyć jeszcze w tym roku.



Budimex (Redukuj)

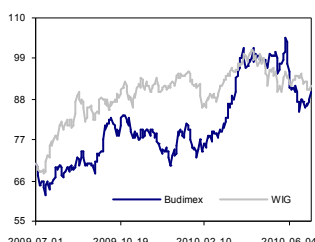
Cena bieżąca: 89,9 PLN

Cena docelowa: 78,3 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-07-05

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 274,3	3 289,9	0,5%	4 419,2	34,3%	4 548,0	2,9%	Liczba akcji (mln)	25,5
EBITDA	130,2	221,7	70,3%	238,3	7,5%	221,8	-6,9%	MC (cena bieżąca)	2 295,2
marża EBITDA	4,0%	6,7%		5,4%		4,9%		EV (cena bieżąca)	2 364,4
EBIT	107,9	200,5	85,7%	216,2	7,8%	199,3	-7,8%	Free float	36,8%
Zysk netto	93,7	173,7	85,3%	185,3	6,7%	161,5	-12,9%		
P/E	24,5	13,2		12,4		14,2		Zmiana ceny: 1m	-8,1%
P/CE	19,8	11,8		11,1		12,5		Zmiana ceny: 6m	13,8%
P/BV	4,1	3,9		3,8		3,6		Zmiana ceny: 12m	38,7%
EV/EBITDA	15,4	7,1		9,9		9,9		Max (52 tyg.)	104,5
Dyid (%)	0,0	6,5		7,6		4,9		Min (52 tyg.)	62,0



Podtrzymujemy negatywną oceną atrakcyjności inwestycyjnej Budimexu. Spółka wygeneruje w tym roku rekordowe wyniki finansowe. Związane jest to z rekordową liczbą przekazanych lokali w projektach deweloperskich, jak i z finalizacją wybranych starych kontraktów budowlanych. Z uwagi na spadek liczby przekazywanych mieszkań i marż na kontraktach budowlanych, nie wyobrażamy sobie, aby rok kolejny mógł być lepszy niż rok 2010. Z tego powodu uważamy, że nie warto przywiązywać się do relatywnie atrakcyjnego P/E 2010. Podtrzymujemy opinię, że jednym z największych czynników ryzyka jest struktura bilansu Budimexu oraz sytuacja akcjonariusza. Żadna ze spółek z branży nie posiada tak dużych zobowiązań w relacji do poziomu należności. Widzimy realne ryzyko spadku przewagi zobowiązań nad należnościami. W kontekście tego zagrożenia negatywnie oceniamy wypłatę tak dużej dywidendy oraz zapowiedziane w prasie możliwe staranie się o przejęcie PNI (szacowany koszt: 200-300 mIn PLN). Akcjonariusz Budimexu jest nadal bardzo zadłużony (Dług netto/EBITDA > 8,5) i może dalej dążyć do wypłaty dużych dywidend. Z uwagi na spadek wyceny spółki, skorygowanej o dywidendę, podwyższamy rekomendację do redukcji.

Prezes o wynikach Q2 2010

Prezes Budimexu zapowiada, że marża zysku netto będzie niższa niż w poprzednim kwartale, w którym była bardzo wysoka (9,2%) ze względu na oddanie bardzo wielu mieszkań w projektach deweloperskich. Prezes podtrzymuje jednak zapowiedź, że przychody wzrosną dwucyfrowo w 2010 roku, zaś rentowność netto będzie r/r wyższa. Budimex Nieruchomości planuje w tym roku sprzedać około 1000 mieszkań, co pozwoli na spadek zapasów w spółce. Na koniec maja wielkość portfela spółki to niemal 8 mld PLN, z czego do realizacji w tym roku przypada 3 mld PLN. Około 70% to kontrakty infrastrukturalne.

Wywiad z prezesem zarządu

Prezes liczy na dwucyfrowy wzrost przychodów r/r, wzrost zysku netto i utrzymanie ubiegłorocznej rentowności netto. Wartość portfela zleceń Budimexu wynosi obecnie 7,5-8 mld PLN. Spółka czeka na podpisanie umów na 150-200 mIn PLN. Budimex Nieruchomości planuje w tym roku rozpocząć 4 nowe inwestycje na 730-770 mieszkań. Rozpoczęła się już realizacja inwestycji w Krakowie, licząca 70 mieszkań w 1 etapie i 240 w 2 etapie. Firma przygotowuje się do budowy 220-260 mieszkań w Poznaniu oraz 200 w Warszawie. W Q1 2010 Budimex przedsprzedał około 260 lokali – więcej, niż w całym 2009 roku. Kwiecień i maj były również bardzo udane. Zarząd zakłada, że przychody segmentu deweloperskiego istotnie wzrosną w 2010 roku r/r.

Budimex chce przejąć PNI od PKP?

Zgodnie z informacjami prasowymi, Budimex jest poważnie zainteresowany zakupem Przedsiębiorstwa Napraw Infrastruktury (PNI) od PKP. Przejęcie spółki ma zapewnić dywersyfikację Budimexowi, którego 70% portfela zleceń to kontrakty drogowe. Do zakupu PNI przez Budimex może dojść w 2011 roku.

Nowy kontrakt na kwotę 73,5 mIn PLN

Budimex podpisał kontrakt z Przedsiębiorstwem Państwowym „Porty Lotnicze” na modernizację pasa startowego oraz dróg na lotnisku im. Fryderyka Chopina w Warszawie. Wartość kontraktu to 73,5 mIn PLN (1,7% prognozowanych przychodów na rok 2010). Prace potrwać 14 miesięcy.

Korekta ceny docelowej

W związku upływem dnia dywidendy, obniżyliśmy cenę docelową Budimexu o wielkość dywidendy (6,8 PLN/akcję).



Centrum Klima (Kupuj)

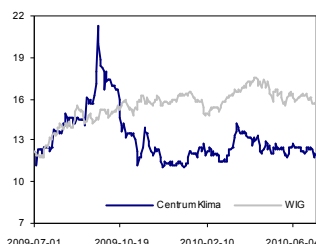
Cena bieżąca: 11,6 PLN

Cena docelowa: 14,65 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-06

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	75,9	71,7	-5,5%	75,4	5,1%	92,8	23,1%	Liczba akcji (mIn)	8,5
EBITDA	11,2	9,7	-13,5%	11,0	14,2%	15,5	40,2%	MC (cena bieżąca)	98,8
marża EBITDA	14,7%	13,5%		14,6%		16,7%		EV (cena bieżąca)	89,5
EBIT	10,1	8,0	-20,8%	9,0	11,8%	11,6	29,0%	Free float	39,2%
Zysk netto	7,6	6,7	-12,0%	8,0	18,9%	10,0	25,3%		
P/E	8,4	14,7		12,4		6,4		Zmiana ceny: 1m	-5,9%
P/CE	7,4	11,8		9,8		4,6		Zmiana ceny: 6m	3,9%
P/BV	1,5	1,6		1,2		0,7		Zmiana ceny: 12m	-3,3%
EV/EBITDA	6,1	7,7		8,1		3,3		Max (52 tyg.)	21,3
Dyid (%)	4,7	1,7		1,9		2,4		Min (52 tyg.)	11,1



Zgodnie z naszymi wstępnymi założeniami dotyczącymi prognozy wyników, Q2 2010 powinien przynieść istotny wzrost przychodów r/r (nawet o 20-25%), ale i spadek marż r/r (do poziomu około 7,5-8% marży EBIT). Za wzrost przychodów w połowie odpowiedzialne są rosnące wolumeny (tak w produkcji, jak i w dystrybucji), zaś w połowie rosnące ceny. Wzrost cen sprzedawanych towarów następuje z opóźnieniem, stąd marże realizowane przez spółkę w krótkim terminie okazują się niższe, niż notowane wcześniej poziomy (10% EBIT). Główny wpływ na przejściową obniżkę marż miał wzrost kursu USD/PLN oraz wzrost cen stali. W średnim okresie spółka wprowadza podwyżki cen towarów, które powinny skutkować powrotem do dawnych marż na poziomie około 10% EBIT. Już w Q3 2010 wpływ kosztów zakupu towarów powinien być zdecydowanie mniej istotny. Jeśli tendencja wzrostowa wolumenów utrzyma się w Q3 2010, a na to liczymy, zważywszy na cykl budowlany (odbicie w stanach surowych), prognozowany zysk netto w wysokości 8 mln PLN pozostaje aktualny. Poziom ten może być wygenerowany przy przychodach o kilkanaście procent większych, niż prognozowaliśmy. W średnim terminie głównym argumentem przemawiającym za spółką jest możliwość zwiększania przychodów w efekcie oddania nowego zakładu w Wieruchowie (lipiec 2010). Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Ugoda z BZ WBK Inwestycje

Dwóch głównych akcjonariuszy Centrum Klima zawarło umowę inwestycyjną z BZ WBK Inwestycje, celem uregulowania wzajemnych zobowiązań, powstałych na skutek umowy inwestycyjnej, zawiązanej przed wprowadzeniem spółki na giełdę. W wyniku umowy obaj główni akcjonariusze spółki sprzedali po 127 500 akcji Centrum Klima (łącznie posiadają po około 2,3 mln akcji). Cena sprzedaży akcji wyniosła 0,1 PLN za sztukę. Ugoda rozliczona w postaci akcji jest równoznaczna z wypłatą odszkodowania przez obu akcjonariuszy łącznie w wysokości 3,15 mln PLN.

Korekta ceny docelowej

W związku upływem dnia dywidendy, obniżyliśmy cenę docelową Centrum Klima o wielkość dywidendy (0,45 PLN/akcję).



Elektrobudowa (Trzymaj)

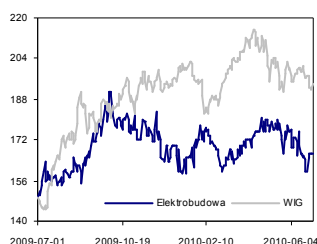
Cena bieżąca: 166,9 PLN

Cena docelowa: 169,2 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-12

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	811,0	700,9	-13,6%	683,5	-2,5%	726,6	6,3%	Liczba akcji (mIn)	4,7
EBITDA	79,0	79,0	0,0%	64,3	-18,6%	68,5	6,5%	MC (cena bieżąca)	792,4
marża EBITDA	9,7%	11,3%		9,4%		9,4%		EV (cena bieżąca)	682,5
EBIT	71,3	69,0	-3,3%	52,8	-23,4%	55,3	4,7%	Free float	36,7%
Zysk netto	60,3	54,5	-9,6%	49,1	-10,0%	54,6	11,2%		
P/E	13,1	14,5		16,1		14,5		Zmiana ceny: 1m	-4,6%
P/CE	11,6	12,3		13,1		11,7		Zmiana ceny: 6m	4,6%
P/BV	3,2	2,7		2,5		2,2		Zmiana ceny: 12m	8,4%
EV/EBITDA	9,0	8,7		10,6		9,5		Max (52 tyg.)	191,0
Dyid (%)	1,5	1,9		2,0		2,3		Min (52 tyg.)	154,0



Elektrobudowa pozostaje spółką bardzo silną biznesowo, jednak na tle branży drogą. Prognoza wyników w 2010 roku, tak nasza, jak i zarządu, pozostaje aktualna. Spółka nadal nie podejmuje się wejścia na rynek generalnego wykonawstwa bloków energetycznych. Potencjał świadczenia usług podwykonawczych nadal jest duży, jednak zrealizuje się on później (kontraktacja 2011/2012, wyniki finansowe 2012/2013). Poza tym, działalność dla wytwarzania energii to jedynie około 1/3 przychodów spółki. Poza tym spółka zajmuje się też m.in. budową instalacji elektrycznych i pokrewnych (też około 1/3 przychodów), a w tej dziedzinie rok 2010 będzie słaby. Rok 2010 może być gorszy od roku 2009, jeśli chodzi o popyt na rozdzielnice, spółka może jednak utrzymać wysokie marże, ze względu na duży udział w rynku. Głównym odbiorcą rozdzielnic Elektrobudowy są PSE i duże zakłady przemysłowe. Nie oczekujemy szybkiego wzrostu popytu na rozdzielnice. „Odbicie” w pracach projektowych dla przemysłu znajdzie odbicie w budowach przemysłowych dopiero w 2012 roku. Nie wydaje nam się też, aby w roku kolejnym miał nastąpić boom jeśli chodzi o popyt PSE na rozdzielnice. Wycena spółki pozostaje wysoka, zaś pole do zaskoczeń pozytywnych ograniczone. Podtrzymujemy rekomendację neutralną.

Sytuacja zgodna z oczekiwaniami po I półroczu 2010

Elektrobudowa ma już zamówienia o wartości około 600 mln PLN, czego 250-300 mln PLN jest do realizacji w 2010 roku. Marże na rynku znacznie spadły i można zauważyć ich znaczną deprecjację – mówi prezes, jednocześnie zaznaczając, że prognozy na ten rok nie są zagrożone. Wszystkie założenia budżetowe na I półrocze 2010 zostały wykonane. W odniesieniu do zawiązanej spółki na Ukrainie, prezes przyznaje, że jest to inwestycja strategiczna. Ukraina to duży rynek, a spółka chce być tam obecna, kiedy gospodarka ukraińska odbije od dna.



Erbud (Akumuluj)

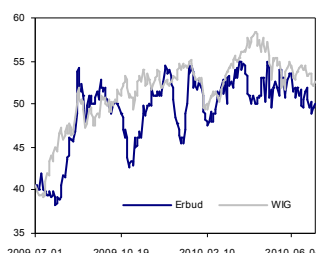
Cena bieżąca: 50 PLN

Cena docelowa: 54,6 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-07-05

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 046,1	954,6	-8,7%	1 226,0	28,4%	1 340,5	9,3%	Liczba akcji (mln)	12,6
EBITDA	67,3	68,3	1,4%	66,9	-2,1%	66,2	-1,0%	MC (cena bieżąca)	628,6
marża EBITDA	6,4%	7,2%		5,5%		4,9%		EV (cena bieżąca)	577,5
EBIT	60,8	60,5	-0,5%	60,7	0,3%	59,9	-1,2%	Free float	14,1%
Zysk netto	9,3	41,7	347,9%	51,3	23,2%	50,0	-2,6%		
P/E	67,6	15,1		12,3		12,6		Zmiana ceny: 1m	-6,5%
P/CE	39,7	12,7		10,9		11,2		Zmiana ceny: 6m	8,1%
P/BV	3,1	2,7		2,2		1,9		Zmiana ceny: 12m	25,0%
EV/EBITDA	9,2	7,2		8,6		8,1		Max (52 tyg.)	55,0
Dyid (%)	0,0	0,2		1,1		1,2		Min (52 tyg.)	38,3



Sytuacja Erbudu nie ulega istotnym zmianom, powoli jednak zbliża się okres pozyskiwania kontraktów na rok kolejny, spodziewamy się więc, że liczba wiadomości napływających ze spółki wzrośnie. Na tle branży wycena spółki jest naszym zdaniem atrakcyjna. Pozytywnie oceniamy strategię Erbudu koncentracji na mniejszych kontraktach, w przypadku których w większym stopniu można kontrolować poziom marży (szybsza kontraktacja podwykonawców). Uważamy, że w przypadku spadku konkurencji na rynku, Erbud, podobnie jak Mostostal Warszawa i inne ostrożne firmy, może zacząć sięgać również po większe kontrakty. Zaletą spółki jest też portfolio klientów, w którym przeważa sektor prywatny. Uważamy, że może to decydować o wyższych marżach na tle konkurencyjnych firm. Wysokie marże gwarantować też mogą wybrane kontrakty podpisane po cenach z 2008 roku (np. kontrakt na budowę przejścia granicznego w Budomierzu). Z uwagi na spadek wyceny Erbudu podnosimy rekomendację inwestycyjną do akumuluj.

Kontrakt za 37,2 mln PLN

Erbud podpisał kontrakt ze spółką Wrocławski Park Technologiczny na budowę kompleksu budynków laboratoryjno-biurowych Innopolis Wrocław. Wartość kontraktu to 37,9 mln PLN, z czego 37,2 mln PLN należy się Erbudowi (3,1% prognozowanych na rok 2010 przychodów Erbudu). Budowa potrwa 15 miesięcy.

Erbud zbuduje cmentarz za 16 mln PLN

Erbud podpisał kontrakt na realizację cmentarza komunalnego w Szczecinie. Wartość zlecenia to 16 mln PLN (1,3% prognozowanych przychodów na rok 2010). Realizacja potrwa 10 miesięcy.

Decyzja o dywidendzie

Akcjonariusze Erbudu zdecydowali o wypłacie 6 mln PLN w formie dywidendy (0,48 PLN na akcję, yield = 1%).



Mostostal Warszawa (Akumuluj)

Cena bieżąca: 67,9 PLN

Cena docelowa: 76,8 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-06

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 211,3	2 700,8	22,1%	2 731,7	1,1%	3 018,4	10,5%	Liczba akcji (mIn)	20,0
EBITDA	144,8	211,7	46,2%	168,8	-20,2%	156,3	-7,4%	MC (cena bieżąca)	1 358,0
marża EBITDA	6,5%	7,8%		6,2%		5,2%		EV (cena bieżąca)	1 168,6
EBIT	121,9	183,8	50,8%	131,8	-28,3%	118,4	-10,2%	Free float	28,9%
Zysk netto	81,1	120,3	48,4%	107,4	-10,7%	94,8	-11,7%		
P/E	16,7	11,3		12,6		14,3		Zmiana ceny: 1m	-5,8%
P/CE	13,1	9,2		9,4		10,2		Zmiana ceny: 6m	13,2%
P/BV	4,0	2,8		2,5		2,4		Zmiana ceny: 12m	16,1%
EV/EBITDA	8,1	5,2		6,9		7,3		Max (52 tyg.)	79,0
Dyid (%)	0,4	0,0		4,4		3,9		Min (52 tyg.)	57,0



Głównym atutem Mostostalu Warszawa są kroki podejmowane w celu rozwoju w zakresie generalnego wykonawstwa bloków energetycznych. Spółka występuje w konsorcjach z Rafako, sądzimy, że obecny układ sił może przekształcić się w trwały alians pomiędzy firmami. Obie spółki posiadają duże zasoby gotówkowe oraz potencjał wykonawstwa większości robót związanych z budową bloku energetycznego. Pierwsze rozstrzygnięcia kontraktów energetycznych pojawić się mogą najwcześniej na przełomie lipca i sierpnia (przetargi modernizacyjne w Bełchatowie). Początkowo spodziewaliśmy się rozstrzygnięć już pod koniec czerwca, jednak procedura przetargowa się opóźnia. Największym ryzykiem związanym z inwestycją w akcje Mostostalu jest możliwość wygenerowania w 2010 roku wyników nieznacznie niższych, niż zakładamy w prognozie. Portfel zamówień spółki złożony jest obecnie niemal wyłącznie z kontraktów z segmentu publicznego. Na tle branży spółka wyróżnia się dużymi zasobami gotówkowymi, więc nawet w przypadku wyników nieznacznie słabszych niż prognozujemy, wskaźnik EV/EBITDA pozostanie atrakcyjny. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Prezes o wynikach i portfelu zleceń

Prezes Mostostalu Warszawa oczekuje, że przychody grupy w 2010 roku wzrosną r/r i kilka procent. Prezes nie komentuje, jakiego wyniku netto w 2010 roku należy się spodziewać, przyznaje jednak, że wielu prezesów spółek budowlanych uważa, że marża netto 2,5-3,5% jest zadowalająca. Zapelnienie portfela zamówień może być mniejsze niż u konkurentów, wynika jednak z ostrożnego ofertowania w ostatnich miesiącach. Koszt budowy nie będą już spadać. W efekcie, firmy, które pozyskały ostatnio dużo zleceń, mogą mieć problem z ich realizacją po założonych marżach. Odbić się to może na wynikach 2011 roku.

Kontrakt w Bogdanie za 186,8 mln PLN

Mostostal Warszawa jako lider konsorcjum z udziałem spółki Acciona Infraestructuras podpisał kontrakt z LW Bogdanka na rozbudowę zakładu przeróbki mechanicznej węgla. Kontrakt obejmuje projektowanie, budowę obiektów, dostawę urządzeń oraz uruchomienie zakładu. Realizacja prac potrwa 18 miesięcy. Wartość kontraktu to 227,85 mln PLN brutto (około 186,8 mln PLN netto, czyli 6,9% przychodów Mostostalu prognozowanych na rok 2010).

Dwa kontrakty za 59,3 mln PLN brutto

Mostostal Warszawa podpisał dwa kontrakty o łącznej wartości 59,3 mln PLN brutto (około 48,6 mln PLN netto, 1,8% przychodów prognozowanych na rok 2010). Przedmiotem jednego z kontraktów jest budowa centrum zabiegowego w szpitalu w Szczecinie, przedmiotem drugiego zaś budowa budynku biurowego.

Dwa małe kontrakty za 26,6 mln PLN

Mostostal Warszawa podpisał kontrakt na budowę budynku Uniwersytetu Pedagogicznego w Krakowie za 19,4 mln PLN oraz kontrakt na rewitalizację wadowickiego rynku i sąsiednich ulic za 7,2 mln PLN. Wartość obu kontraktów, czyli 26,6 mln PLN, to około 1% prognozowanych na rok 2010 przychodów Mostostalu.

Wybór oferty za 31 mln PLN brutto

PKP PLK wybrała ofertę konsorcjum Mostostal Warszawa i Acciona Infraestructuras na modernizację dworca Gdynia Główna na kwotę 31 mln PLN brutto (25,4 mln PLN przychodów prognozowanych na rok 2010, czyli niecały 1% przychodów prognozowanych na rok 2010).

Korekta ceny docelowej w związku z wypłatą dywidendy

W związku z upływem dnia dywidendy, skorygowaliśmy cenę docelową o kwotę dywidendy, czyli 1,4 PLN/akcję.



PBG (Redukuj)

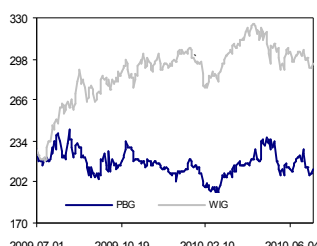
Cena bieżąca: 212,7 PLN

Cena docelowa: 194 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-06-02

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 089,3	2 578,0	23,4%	3 295,0	27,8%	3 923,6	19,1%	Liczba akcji (mIn)	14,3
EBITDA	270,6	338,7	25,2%	338,9	0,1%	330,8	-2,4%	MC (cena bieżąca)	3 040,5
marża EBITDA	12,9%	13,1%		10,3%		8,4%		EV (cena bieżąca)	3 375,6
EBIT	223,4	286,5	28,2%	288,6	0,7%	280,1	-2,9%	Free float	45,5%
Zysk netto	158,0	210,6	33,3%	214,9	2,0%	221,2	2,9%		
P/E	18,1	14,4		14,1		13,7		Zmiana ceny: 1m	0,6%
P/CE	13,9	11,6		11,5		11,2		Zmiana ceny: 6m	2,0%
P/BV	1,0	2,2		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	-2,2%
EV/EBITDA	13,7	11,1		10,0		9,8		Max (52 tyg.)	242,9
Dyid (%)	0,0	0,0		1,4		1,5		Min (52 tyg.)	192,0



Czerwiec obfitował w pozytywne informacje. PBG poinformowało o potencjalnych kontraktach oraz podpisanych umowach na kwotę 2,25 mld PLN. Mimo to, pozytywna reakcja rynku nie nastąpiła, gdyż kontrakty te są uwzględnione w prognozach wyników firmy. Oczekiwania w stosunku do PBG są nadal bardzo wysokie, tak jeśli chodzi o marżę, jak i rozwój w latach przyszłych. W najbliższym czasie PBG będzie na pewno pozyskiwać nowe kontrakty, będzie to jednak naturalne uzupełnianie portfela zleceń na rok kolejny. Spółka nadal potrzebuje do końca 2010 roku podpisać zlecenia o wartości kilku mld PLN, aby wykonać nasze prognozy na rok 2011. Nie dostrzegamy na razie potencjalnych zdarzeń, które mogłyby wpływać na rewizję prognoz wyników spółki w latach kolejnych. Uważamy, że rynek nadal dyskontuje dość optymistyczny scenariusz wzrostu przychodów i utrzymania bardzo dobrych wyników finansowych. Największym czynnikiem ryzyka pozostają marże realizowane przez spółkę, na poziomie dwukrotnie wyższym niż średnia w branży. Wyceny innych spółek, również rozwijających się w segmencie drogowym i energetycznym nie dyskontują tak wysokich marż na działalność. Z tego względu uważamy, że dobrą strategią jest niedowierzanie PBG i przeważanie firm o porównywalnych możliwościach rozwoju (Rafako, Polimex, Mostostal Warszawa). Podtrzymujemy rekomendację redukuj.

Najtańsza oferta na budowę terminala LNG

Konsorcjum z udziałem firm Saipem, Techint, Snamprogetti oraz PBG złożyło najniższą cenowo ofertę na budowę terminala LNG. Jedynym kryterium oceny była cena. Wartość oferty brutto konsorcjum z udziałem PBG to 2 946,6 mln PLN (2 415,2 mln PLN netto). Oferta złożona przez Daewoo Engineering & Construction i Korea Gas Corp. ma wartość 3 081,7 mln PLN, zaś oferta konsorcjum Tecnimont, Polimex Mostostal, Sofregaz, Vinci – 3 405,0 mln PLN. Podpisanie kontraktu oczekiwane jest w lipcu. Jeśli pojawi się protest, arbitraż będzie miał 45 dni na jego rozpatrzenie. Wówczas podpisanie umowy nastąpi w końcu sierpnia. Budowa terminala zacznie się w połowie września, zaś oddanie do użytku obiektu zaplanowano na 30 czerwca 2014 roku. Udział PBG w wartości kontraktu to około 33%, czyli 797 mln PLN (około 266 mln PLN rocznie). W przyszłości nie można wykluczyć wzrostu udziału PBG w konsorcjum, nawet do 50%.

Dwa kontrakty na A1 o wartości 734,2 mln PLN

Konsorcjum z udziałem Grupy PBG (w tym Hydrobudowy Polska) podpisało dwa kontrakty na budowę odcinków autostrady A1: odcinka III Brzezie – Kowal i odcinka I Czerniewice – Odolion. W obu kontraktach udział Grupy PBG to 50%. Udział Hydrobudowy nie został wyszczególniony. Pozostałą część prac wykonają spółki SRB Civil Engineering oraz John Sisk&Son. Oba odcinki A1 zostaną wykonane w 20 miesięcy, nie licząc okresu zimowego. Łączna wartość kontraktów to 734,2 mln PLN (22,2% prognozowanych na ten rok przychodów PBG).

Wybór oferty na 717 mln PLN (udział Grupy PBG)

GDDKiA wybrała ofertę konsorcjum firm SIAC, PBG, Hydrobudowy i Aprivii na budowę odcinka autostrady A4 Krzyż – Dębica Pustynia. Wartość kontraktu netto to 1,43 mld PLN, z czego Grupie PBG może przypaść około połowa tej kwoty, czyli 717 mln PLN (22% przychodów prognozowanych na rok 2010). GDDKiA odrzuciła jednocześnie najtańszą ofertę konsorcjum firm NDI i SB Granit o wartości 1,1 mld PLN netto.

Negocjacje w sprawie podwykonawstwa metra w Warszawie

W prasie pojawiła się informacja, że PRG Metro, spółka zależna Hydrobudowy, negocjuje z konsorcjum budującym metro w Warszawie (II linia) warunki współpracy. Rzecznik Hydrobudowy informuje, że wartość prac może sięgnąć kilkuset mln PLN.



Przesunięcie w harmonogramie budowy Stadionu Narodowego

Termin zakończenia budowy głównej konstrukcji stalowej Stadionu Narodowego został przesunięty o 57 dni, z czerwca na lipiec tego roku. Nastąpiło to na wniosek wykonawcy. Nie zmienił się termin zakończenia budowy całego obiektu planowany na czerwiec 2011 roku. Nie zmieniły się też pozostałe kluczowe terminy. Umowa na budowę stadionu przewiduje 100 tys. PLN kary za pierwsze 14 dni opóźnień i 1 mln PLN za każdy kolejny dzień opóźnienia. Gdyby prolongata terminu nie miała miejsca, konsorcjum mogłoby zostać ukarane kwotą 14,8 mln PLN ($44,4 \text{ mln PLN} / 3$, gdyż są 3 główne etapy budowy stadionu). Gdyby na drugim etapie występowało podobne opóźnienie (57 dni), kara wyniosłaby już 29,6 mln PLN, niezależnie od prolongaty 1 kroku milowego ($29,6 \text{ mln PLN} = 44,4 \text{ mln PLN} * 2/3$).



Polimex Mostostal (Kupuj)

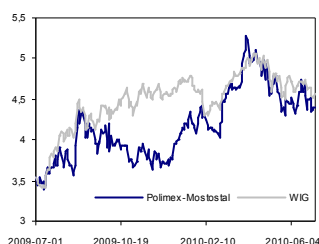
Cena bieżąca: 4,4 PLN

Cena docelowa: 5,16 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-06-02

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	4 301,7	4 836,7	12,4%	4 502,5	-6,9%	4 761,1	5,7%	Liczba akcji (mIn)	463,6
EBITDA	298,5	343,6	15,1%	311,1	-9,4%	318,6	2,4%	MC (cena bieżąca)	2 039,8
marża EBITDA	6,9%	7,1%		6,9%		6,7%		EV (cena bieżąca)	2 561,9
EBIT	228,1	264,9	16,1%	209,8	-20,8%	217,3	3,6%	Free float	68,4%
Zysk netto	120,1	156,4	30,2%	156,5	0,1%	171,7	9,7%		
P/E	17,0	13,0		13,0		11,9		Zmiana ceny: 1m	-2,4%
P/CE	10,7	8,7		7,9		7,5		Zmiana ceny: 6m	7,6%
P/BV	1,9	1,6		1,5		1,3		Zmiana ceny: 12m	27,2%
EV/EBITDA	8,7	7,3		8,2		7,6		Max (52 tyg.)	5,3
Dyid (%)	0,2	0,2		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,4



Z naszych wstępnych założeń wynika, że wyniki Q2 2010 powinny być porównywalne r/r na poziomie rentowności, zaś niższe na poziomie przychodów, co wynika ze zmiany zasad księgowości i opóźnień spowodowanych przez powódź. Spółkę nadal postrzegamy pozytywnie, jako jedną z większych ekspozycji na przyszłe inwestycje energetyki. Pierwszych pozytywnych informacji można spodziewać się już za miesiąc (przetargi modernizacyjne w Bełchatowie). Warto zwrócić uwagę, że nawet jeśli Polimexowi nie uda się pozyskać dużych kontraktów energetycznych w ramach generalnego wykonawstwa, spółka nadal może pozyskać zlecenia podwykonawcze. Polimex dysponuje największym w kraju zapleczem montażowym w segmencie, fabryką średnich i małych kotłów, produkcją konstrukcji stalowych. Duże zapotrzebowanie na usługi generalnego wykonawstwa może przełożyć się na wzrost przychodów, zaś zapotrzebowanie na usługi podwykonawcze może przynieść poprawę marż (jednak dopiero w latach 2012-2013). Największym czynnikiem pozostaje naszym zdaniem zbyt wysoki konsensus prognoz rynkowych. Mimo to, uważamy, że perspektywa inwestycji energetycznych jest coraz bliższa, zaś biorąc je pod uwagę spółka nadal jest atrakcyjna. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Kontrakt za 60 mln PLN

Polimex Mostostal podpisał kontrakt z Politechniką Lubelską na budowę Centrum Innowacji i Zaawansowanych Technologii Politechniki Lubelskiej. Wartość kontraktu to 60 mln PLN (1,3% prognozowanych przychodów na rok 2010). Prace mają potrwać do listopada 2012 roku.

Wybór oferty za 44,3 mln PLN

Polimex poinformował o wyborze oferty przez zamawiającego, złożonej przez konsorcjum Polimexu i ADT Fire and Security na budowę stadionu w Gliwicach za 54,1 mln PLN brutto (44,3 mln PLN netto, czyli około 1% prognozowanych przychodów na rok 2010).

Wybór oferty na budowę instalacji odazotowania

Vattenfall Heat Poland wybrał ofertę konsorcjum z udziałem firm Hitachi i Energomontaż Północ jako najkorzystniejszą w przetargu na budowę instalacji odazotowania spalin dla kotłów w Elektrociepłowni Siekierki. Wartość oferty to 139,5 mln PLN, z czego udział Energomontażu to 75,0 mln PLN (19,2% zeszłorocznych przychodów Energomontażu, 1,7% prognozowanych przychodów Polimexu w 2010 roku).

Decyzja o wypłacie dywidendy

Akcjonariusze Polimexu zdecydowali o wypłacie 18,6 mln PLN w formie dywidendy (0,04 PLN na akcję, yield = 0,9%).

NWZA dotyczące połączenia zaplanowano na 12 lipca

Na 12 lipca wyznaczono termin NWZA, które zdecyduje o inkorporacji spółek zależnych.



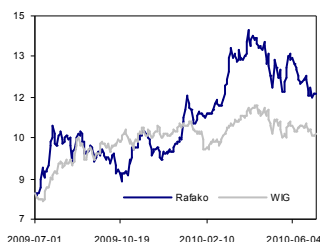
Rafako (Kupuj)

Cena bieżąca: 11,95 PLN Cena docelowa: 14 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-07-05

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 125,6	963,7	-14,4%	1 036,0	7,5%	1 477,0	42,6%	Liczba akcji (mIn)	69,6
EBITDA	76,1	67,5	-11,3%	68,0	0,7%	78,1	15,0%	MC (cena bieżąca)	831,7
marża EBITDA	6,8%	7,0%		6,6%		5,3%		EV (cena bieżąca)	584,3
EBIT	60,8	53,9	-11,3%	54,0	0,2%	63,7	17,9%	Free float	21,8%
Zysk netto	-1,4	37,7		51,4	36,1%	60,2	17,2%		
P/E		22,0		16,2		13,8		Zmiana ceny: 1m	-10,8%
P/CE	59,4	16,2		12,7		11,1		Zmiana ceny: 6m	16,6%
P/BV	2,5	2,3		2,0		1,8		Zmiana ceny: 12m	49,4%
EV/EBITDA	7,7	8,8		8,6		6,7		Max (52 tyg.)	14,5
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	8,0



Rafako spośród podmiotów notowanych na GPW posiada największą ekspozycję na możliwość rozwoju w zakresie generalnego wykonawstwa bloków energetycznych. Pierwsze tego typu kontrakty mogą zostać rozstrzygnięte na przełomie 2010 i 2011 roku. Wcześniej, bo już najwcześniej za miesiąc mogą rozstrzygnąć się kontrakty na modernizację w Bełchatowie. Uważamy, że korzystne rozstrzygnięcie przetargów energetycznych może pozwolić spółce na osiągnięcie nawet 2 mld PLN przychodów w roku 2012. Niestety, w krótszym horyzoncie kontrakty energetyczne mają tendencję do opóźniania się. Z tego powodu przychody i ogólnie wyniki Q2 2010 będą porównywalne do wyników Q1 2010. Na brak wzrostu przychodów q/q wpłynie też powódź, skutkująca opóźnieniem dostaw podwykonawców na wybrane duże budowy Rafako. Uważamy, że bardzo trudno jednoznacznie się wypowiedzieć na temat przejęcia PAK-u. Z jednej strony, istnieje ryzyko, że koszt przejęcia będzie zbyt wysoki i ograniczy możliwość rozwoju w ramach generalnego wykonawstwa. Z drugiej strony, nie można wykluczyć, że spółka znajdzie partnera współfinansującego inwestycję lub/i obejmie pakiet PAK-u i kopalni po bardzo atrakcyjnej cenie. Kolejną alternatywą jest rzecz jasna przejęcie pakietu przez drugiego konkurenta lub wycofanie się Skarbu Państwa z transakcji. Sądzymy, że ze względu na ograniczenia finansowe, prawdopodobieństwo, że Rafako przeplaci za PAK jest bardzo niewielkie. Samo prawdopodobieństwo przejęcia pakietu akcji przez Rafako szacujemy na jedynie 30% i nie uwzględniamy go w prognozach. Z uwagi na spadek wyceny spółki, podnosimy rekomendację inwestycyjną do kupuj.

Prezes liczy na duże kontrakty

Obecnie wartość portfela zamówień Rafako to 2,5 mld PLN. Dla spółki kluczowy będzie przyszły rok. Wtedy powinny zakończyć się warte ponad 20 mld PLN przetargi w elektrowniach Opole, Siekierki, Kozienice, Jaworzno. Zdobycie choćby wybranych kontraktów może pozwolić na skokowy wzrost przychodów Rafako.

Tylko Rafako i RPG Partners złożyły ofertę na PAK

Jedynie spółki Rafako i RPG Partners złożyły ofertę na zakup 50% udziałów w PAK i 85% udziałów w dwóch obsługujących go kopalniach. Prezes Rafako przyznaje, że spółka pozyskała wystarczające podstawy do sformułowania oferty. Wciąż spółka nie ma pełnej wiedzy, jednak otrzyma pozwolenie na dodatkowe badanie w 3-iej turze przetargu. MSP chce sprzedać 50% udziałów w PAK i kopalniach jeszcze w tym roku. Resort Skarbu ocenia, że podstawowe kwestie dotyczące transakcji rozstrzygną się do końca września, choć rozmowy o szczegółach potrwać prawdopodobnie dłużej. Kluczowe jest porozumienie w sprawie kontroli nad elektrownią. Enea nie zdecydowała się na złożenie oferty. Przyczyną są niewystarczające informacje udostępnione przez sprzedającego, ryzyko finansowe, brak porozumienia z drugim akcjonariuszem co do ładu korporacyjnego. CEZ również nie zdecydował się na złożenie oferty.

Fuzja Energomontażu i Rafako?

Prezes Energomontażu Południe stwierdził w wywiadzie, że połączenie spółki z Rafako byłoby korzystne. Obecnie nie toczą się żadne rozmowy między spółkami. PBG, posiadacz 25% akcji Energomontażu, nie rozważało dotychczas takiej fuzji. Prezes Energomontażu poinformował, że docelowo wielkość portfela zamówień spółki powinna przekraczać 700 mln PLN. Obecnie jest to około 500 mln PLN. Zdaniem prezesa, docelowy portfel zamówień uda się osiągnąć w ciągu 2-3 miesięcy. W tym roku przychody Energomontażu przekroczą 350 mln PLN, zaś rentowność netto sięgnie 5-8%.



Trakcja Polska (Trzymaj)

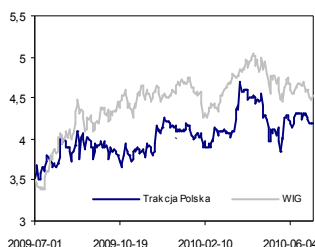
Cena bieżąca: 4,19 PLN

Cena docelowa: 4,16 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-06

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	794,6	711,6	-10,4%	698,5	-1,9%	922,1	32,0%	Liczba akcji (mln)	160,1
EBITDA	60,9	86,8	42,4%	54,8	-36,8%	53,2	-2,9%	MC (cena bieżąca)	670,8
marża EBITDA	7,7%	12,2%		7,8%		5,8%		EV (cena bieżąca)	471,3
EBIT	53,0	76,7	44,6%	44,3	-42,2%	42,5	-4,1%	Free float	40,0%
Zysk netto	54,7	71,6	30,9%	41,9	-41,5%	40,3	-3,8%		
P/E	12,3	9,4		16,0		16,6		Zmiana ceny: 1m	-0,7%
P/CE	10,7	8,2		12,8		13,2		Zmiana ceny: 6m	1,7%
P/BV	2,2	1,8		1,6		1,4		Zmiana ceny: 12m	19,7%
EV/EBITDA	5,8	6,1		8,6		8,3		Max (52 tyg.)	4,7
Dyid (%)	0,0	2,4		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,5



PKP PLK ogłosiła szereg nowych przetargów, przy czym kluczowe, tak pod względem wielkości i terminu rozstrzygnięcia są zlecenia na modernizację linii E30 i E65. Łączną wartość ogłoszonych przetargów szacujemy na około 3,5 mld PLN (na podstawie aktualnej prezentacji Trakcji Polskiej, z przetargu na dworzec kolejowy w Łodzi uwzględniamy jedynie część kolejową – 250 mln PLN). Sądzymy, że ogłoszone przetargi realnie mogą być rozstrzygane już od drugiej połowy lipca. Kolejne przetargi warte 1,4 mld PLN mogą zostać ogłoszone najwcześniej w sierpniu. Ogłoszone przetargi pozwolą naszym zdaniem wypełnić portfele zleceń spółek z segmentu kolejowego. W efekcie, prognoza wyników Trakcji Polskiej, w tym oczekiwany wzrost przychodów do ponad 900 mln PLN, wydaje się nam w pełni realna. Bez względu na rozstrzygnięcia przetargów, rok 2010 to rok pogorszenia wyników. Q2 2010 przyniesie istotny spadek przychodów r/r, zaś Q3 2010 duży spadek zysku netto (do poziomu około 8 mln PLN). Uważamy, że trudno obecnie o duże zaskoczenia w zakresie działalności podstawowej, gdyż poprawa koniunktury jest dyskontowana przez rynek. Ewentualne zaskoczenia może przynieść przyszła działalność deweloperska (poza inwestycją przy ul. Pełczyńskiego, która jest uwzględniona w prognozach). Nie można też wykluczyć, że w przyszłym roku w wynikach Trakcji pojawią się pierwsze zyski zależnej spółki Eco-Wind z segmentu energetyki wiatrowej (Trakcja posiada 40% udziałów w firmie). Scenariusz ten nie jest jeszcze uwzględniany w prognozach wyników firmy. Podtrzymujemy rekomendację neutralną.

Trakcja zapowiada ponad 20 mln PLN zysku z działalności deweloperskiej

Prezes Radziwiłł przyznaje, że spółka coraz większy nacisk będzie kładła na rozwój działalności deweloperskiej w zakresie obiektów mieszkaniowych i elektrowni wiatrowych (spółka zależna Eco – Wind Construction). W przyszłym roku w obu segmentach spółka powinna na czysto zarobić ponad 20 mln PLN. Wpływy z inwestycji mieszkaniowej przy ul. Oliwskiej, szacowane na 30 mln PLN (4600 PUM), wykazane już zostały w większości w roku 2009. W roku 2011 mogą się pojawić wpływy z realizacji osiedla przy ul. Pełczyńskiego w Warszawie (etap 1, w budowie: 12 tys. m²; całość: 17,3 tys. m²). Działki znajdują się w PRK – 7. W najbliższym czasie spółka będzie chciała zabudować grunty w Markach i Skierkach, łącznie o powierzchni 7 ha. Z kolei spółka Eco-Wind Construction będzie starała się w ciągu 5 lat, począwszy od roku 2011, wybudować farmy wiatrowe o mocy 700 MW. Ze sprzedaży 1 MW firma może uzyskać 200-300 tys. EUR marży. Łącznie przychody na realizacji 17 tys. PUM przy ul. Pełczyńskiego szacujemy na 108,7 mln PLN, marżę brutto zaś na 25,6 mln PLN. Projekt ten uwzględniamy w wynikach 2011 roku (41,6 mln PLN przychodów, 9,8 mln PLN wyniku brutto), roku 2012 (54,3 mln PLN przychodów, 12,8 mln PLN wyniku brutto), 2013 roku (12,7 mln PLN przychodów, 3 mln PLN wyniku brutto).

Najniższe oferty cenowe za 62 mln PLN

Grupa Trakcja Polska złożyła 2 najniższe oferty cenowe. Oferta za 41 mln PLN na budowę węzła przesiadkowego we Wrocławiu został otworzona 18 czerwca. 24 czerwca zaś zamawiający otworzył koperty w przetargu na przebudowę torowisk tramwajowych w Gdańsku. Oferta Trakcji opiewa na 21 mln PLN, przy czym cena w tym przetargu nie jest kryterium decydującym.

Umowa kredytowa na 30,8 mln PLN

BOŚ udzielił spółce zależnej Trakcji PRK-7 kredytu na kwotę 30,8 mln PLN. Kredyt ma zostać spłacony pod koniec lutego 2012 roku. Kredyt ma zostać przeznaczony na sfinansowanie nakładów inwestycyjnych związanych z budową osiedla przy ul. Pełczyńskiego w W-wie.



Ulma Construcción Polska (Akumuluj)

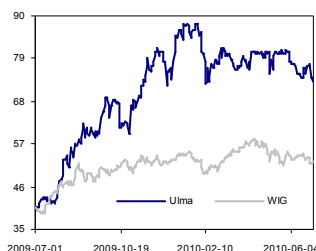
Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-07-05

Cena bieżąca: 73 PLN

Cena docelowa: 82.2 PLN

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	241.5	175.4	-27.4%	221.4	26.2%	247.6	11.9%	Liczba akcji (mln)	5.3
EBITDA	103.4	72.1	-30.3%	112.6	56.2%	125.2	11.2%	MC (cena bieżąca)	383.7
marża EBITDA	42.8%	41.1%		50.9%		50.6%		EV (cena bieżąca)	536.5
EBIT	40.9	4.0	-90.3%	43.4	996.4%	52.0	19.9%	Free float	18.8%
Zysk netto	25.9	-5.5		24.9		33.0	32.5%		
P/E	14.8			15.4		11.6		Zmiana ceny: 1m	-6.5%
P/CE	4.3	6.1		4.1		3.6		Zmiana ceny: 6m	-15.6%
P/BV	1.5	1.5		1.3		1.2		Zmiana ceny: 12m	79.7%
EV/EBITDA	5.5	8.4		4.8		4.1		Max (52 tyg.)	88.0
Dyid (%)	0.0	0.0		0.0		0.0		Min (52 tyg.)	40.6



Wstępnie szacujemy, że w Q2 2010 Ulma może zaprezentować około 53 mln PLN przychodów, co przełoży się na kilka mln PLN zysku netto. W kolejnych kwartałach przychody spółki powinny dalej rosnać. W Q2 2010 wzrost przychodów był ograniczony, m.in. ze względu na opóźnione wejście kontraktów drogowych do realizacji oraz powódź na południu Polski. Sądzymy, że nasze prognozy na rok 2010 i 2011 nadal pozostają realne. Największą szansą dla firmy jest rozwój w zakresie szalunków infrastrukturalnych, gdzie konkurencja jest ograniczona. Do rozstrzygnięcia pozostaje wiele zleceń na dostawy szalunków, m.in. na nowe kontrakty drogowe Budimexu. W porównaniu z branżą budowlaną Ulma charakteryzuje się wczesną cyklicznością (generalni wykonawcy są późno cykliczni). W porównaniu z branżą materiałów budowlanych, Ulma charakteryzuje się ekspozycją na stany surowe (większość spółek eksponowana jest na prace wykończeniowe). Z uwagi na spadek wyceny rynkowej spółki, podnosimy naszą rekomendację inwestycyjną do akumuluj.



Unibep (Akumuluj)

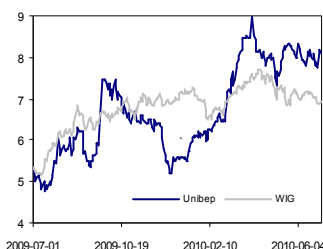
Cena bieżąca: 8,08 PLN

Cena docelowa: 9 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-14

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	503,9	392,7	-22,1%	681,3	73,5%	697,3	2,3%	Liczba akcji (mln)	33,9
EBITDA	33,4	31,4	-6,1%	29,3	-6,7%	28,2	-3,8%	MC (cena bieżąca)	274,1
marża EBITDA	6,6%	8,0%		4,3%		4,0%		EV (cena bieżąca)	309,6
EBIT	31,8	26,6	-16,1%	24,3	-9,0%	23,1	-4,9%	Free float	27,5%
Zysk netto	27,6	17,8	-35,6%	19,6	10,1%	19,0	-3,0%		
P/E	9,9	15,4		14,0		14,4		Zmiana ceny: 1m	1,0%
P/CE	9,4	12,2		11,1		11,4		Zmiana ceny: 6m	44,3%
P/BV	2,7	2,5		1,9		1,7		Zmiana ceny: 12m	58,4%
EV/EBITDA	6,5	8,8		10,6		10,6		Max (52 tyg.)	9,0
Dyid (%)	0,0	1,2		0,0		0,7		Min (52 tyg.)	4,8



Pozytywnie oceniamy podpisanie umowy w sprawie kontynuacji budowy kompleksu biurowo-hotelowego w Sankt-Petersburgu. Kontrakt podzielony jest na dwie części: normalne zlecenie (10 mln EUR) i część warunkową, której realizacja zależy od pozyskania finansowania przez inwestora (55,9 mln EUR). Oceniamy, że prawdopodobieństwo realizacji części warunkowej jest większe, niż 50%. Jednym z partnerów w projekcie jest spółka Warimpex. Warimpexowi udało się ostatnio przeprowadzić SPO, z którego firma zamierza m.in. sfinansować realizację rosyjskiego projektu. Zarząd zapowiada rewizję prognoz na przełomie lipca i sierpnia – sądzymy, że również nasze prognozy, na poziomie rentowności, mogą ulec korekcie w górę. Na tle branży nasze prognozy dotyczące spółki wydają się być konserwatywne. Nasze ostrożne podejście związane jest z oceną działalności budowlanej – w I połowie 2009 roku, z uwagi na deficyt portfela zleceń, Unibep bardzo agresywnie pozyskiwał kontrakty. Obecnie jednak, wraz z wypełnieniem luki w backlogu, spółka ostrożniej podchodzi do akwizycji zleceń. Dużą szansą dla Unibepu jest również rozwój działalności deweloperskiej, w tym realizacja niedawno przejętego projektu na Służewiu. W połączeniu z poprawą wyników z działalności budowlanej, realizacja projektu na Służewiu może pozwolić na wygenerowanie w 2012 roku jednocyfrowego P/E. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Szansa na „wakacyjną” rewizję prognoz w górę

Zgodnie ze słowami prezesa, Unibep na przełomie lipca i sierpnia poinformuje o nowych prognozach. Nowe szacunki mają być o około 10% lepsze od dotychczasowych.

Kontrakt za 65,9 mln EUR (część warunkowa: 55,9 mln EUR)

Unibep podpisał kontrakt ze spółką Avielen AG na dokończenie budowy hotelu i centrum biurowego Pułkowo w Sankt-Petersburgu. Umowa podzielona jest na dwie części – część I (10 mln EUR) i część II (55,9 mln EUR). Część I o wartości 10 mln EUR (41,4 mln PLN, 6,1% prognozowanych na ten rok przychodów Unibepu) będzie realizowana w okresie 15 lipca 2010 – 30 października 2010. Realizacja części II o wartości 55,9 mln EUR (34% przychodów Unibepu prognozowanych na rok 2010) jest warunkowana pozyskaniem finansowania przez inwestora.

Decyzja o wypłacie dywidendy

WZA zdecydowało o wypłacie dywidendy (3,4 mln PLN, 10 groszy na akcję, yield = 1,25%). Dzień dywidendy to 17 czerwca 2010, zaś dzień wypłaty dywidendy ustalono na 2 lipca 2010.

Korekta ceny docelowej w związku z wypłatą dywidendy

W związku z upływem dnia dywidendy, skorygowaliśmy cenę docelową o kwotę dywidendy, czyli 0,1 PLN/akcję.

Deweloperzy

Banki wracają do kredytowania zakupów gruntów

Pojawiły się informacje o bankach, które wróciły do udzielania kredytów na zakup gruntów.

Echo Investment

Echo planuje uwolnić 180 mln EUR gotówki na inwestycje

Echo Investment planuje uwolnić 180 mln EUR na inwestycje. 100 mln EUR ma pochodzić z rollowania kredytów. Obecnie możliwe jest zaciąganie kredytów na LTV = 70% (wartość kredytów netto do wyceny nieruchomości). W praktyce spółka liczy, że zwiększenie LTV portfela nieruchomości pozwoli uwolnić 100 mln EUR gotówki. 80 mln EUR ma być pozyskane z transakcji sprzedaży netto 4 aktywów komercyjnych (po spłacie kredytów, przed: ponad 110 mln EUR). Aktywa te to Galeria Echo w Piotrkowie Trybunalskim i Pabianicach, Avatar w Krakowie i Athina Park w W-wie. Spółka wybrała obiekty dojrzałe, z niewielkimi możliwościami rozbudowy (centra handlowe) lub z długoletnimi, przekraczającymi 5 lat umowami najmu (2 budynki biurowe). Pozyskane środki pieniężne mają być wykorzystane na nowe inwestycje. Plan spółki zakłada w ciągu 5 lat budowę 13 centrów handlowych, 16 biurowców, 26 inwestycji mieszkaniowych i hotelu. Wydatki kapitałowe wyniosą 5 mld PLN, 1 mld PLN został już wydany na zakup gruntu, zaś marża deweloperska ma wynieść 2 mld PLN. Spółka optymistycznie szacuje marżę na projektach (ponad 30% brutto przed opodatkowaniem).

Echo chce zbudować wieżowiec w Warszawie

Spółka, w której Echo posiada 51% udziałów zawarła umowę z Accor Polska, w ramach której Echo kupi nieruchomość o powierzchni 3260 m² wraz ze znajdującym się na niej hotelem. Nieruchomość znajduje się w W-wie przy ulicach Grzybowskiej i Jana Pawła II. Cena nabycia nieruchomości wyniesie co najmniej 31 mln EUR (126,7 mln PLN). Na poczet zapłaty Echo zapłaci zaliczkę w wysokości 25,5 mln PLN (6,25 mln EUR). Umowa zostanie zawarta najpóźniej do dnia 31 grudnia 2012 roku, pod warunkiem uzyskania przez Echo: - warunków zabudowy do 30 czerwca 2011 roku, pozwalających na budowę budynku biurowego wraz z parkingami o powierzchni 63 tys. m² (1 miejsce parkingowe na 100 m² powierzchni biurowej); - pozytywnego efektu due diligence. Echo informuje, że na gruncie planuje realizację budynku biurowego o powierzchni biurowej ok. 45 tys. m² wraz z parkingiem.

Gant Development

Plany dewelopera

Początek czerwca wskazuje na poprawę wyników sprzedaży mieszkań. W prognozach spółka zakładała w okresie Q1-Q4 2010 sprzedaż odpowiednio 176, 230, 263, 326 lokali. W Q1 2010 Gant sprzedał 168 mieszkań, w kwietniu 60, w maju zaś 54. W projekcie Kaskada na Woli (ul. Sokołowska) sprzedane jest 41 mieszkań, spółka nie sprzedała do tej pory lokali usługowych. W I etapie inwestycji powstanie 6 tys. m² powierzchni użytkowej. W Q4 2010 Gant planuje uruchomić budowę Odra Tower (12-14 tys. PUM). Ceny sprzedaży deweloper szacuje na 8-12 tys. PLN/m², koszt budowy na 70 mln PLN, spółka ma już pierwsze oferty finansowania złożone przez banki. W tym roku rozpoczną się jeszcze inwestycje w Polanicy Zdroju, Opolu i być może w Krakowie, o ile spółka zakupi nowy grunt. Na przełomie czerwca i lipca spółka planuje emisję obligacji zabezpieczonych na 25 mln PLN, a do końca roku będzie mogła wyemitować jeszcze papiery niezabezpieczone na kwotę 70 mln PLN. W przypadku obligacji zabezpieczonych spółka oferuje marżę 4%, w przypadku papierów niezabezpieczonych emitowanych wcześniej było to 6,5%. W Q2 2010 spółka przekaze klientom więcej lokali, niż w Q1. Gant podtrzymuje prognozę przekazania w 2010 roku 700 lokali.

Kredyt na budowę inwestycji Myśliwska Park

Gant otrzymał od banku Millennium kredyt na budowę inwestycji Myśliwska Park w Gdańsku. Wartość kredytu to 39,7 mln PLN. Termin spłaty kredytu to 31 grudnia 2011 roku.

Emisja aportowa o wartości 30,9 mln PLN

Gant opublikował projektu uchwał na WZA, zawierające m.in. propozycję emisji 1,16 mln nowych akcji po 24 PLN za sztukę w celu przejęcia (aport) od Velazquez Investment. Aport będzie składał się z mieszkań pozakładowych w Katowicach (aktywa zbliżone do posiadanych już przez spółkę mieszkań w Bytomiu i Piekarach Śląskich). Na aktywach przejmowanych przez Gant będzie można w przyszłości zrealizować projekty deweloperskie, jeśli uda się uporządkować m.in. kwestie spadkowe.

Ronson Development

W połowie roku rozpoczną się nowe projekty na około 550 mieszkań

Po dwóch miesiącach Q2 2010 deweloper sprzedał 45 mieszkań (Q1 2010: 85 mieszkań). O



spadku sprzedaży przesądził spadek wielkości oferty dewelopera i przedłużające się procedury administracyjne związane z uruchomieniem nowych inwestycji. Spółka zamierza latem 2010 roku uruchomić 5 nowych inwestycji w W-wie, Łomiankach i Wrocławiu na około 550 mieszkań. Do tej pory do sprzedaży z nowych inwestycji trafił jedynie III etap osiedla Imaginarium w W-wie (45 mieszkań). Przychody w Q2 2010 będą niższe niż w Q1 2010, ze względu na mniejszą liczbę wydań lokali. Z kolei Q3 2010 może pokazać poprawę, gdyż spółka oczekuje na wydanie pozwolenia na użytkowanie w przypadku 2 ursynowskich inwestycji, w których znajduje się łącznie 270 sprzedanych już, lecz nie przekazanych lokali. Spółka zastanawia się nad zakupami gruntów, wskazując na Warszawę, Poznań i Wrocław.



Dom Development (Akumuluj)

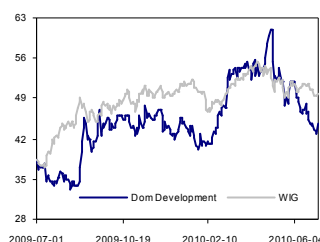
Cena bieżąca: 44,8 PLN

Cena docelowa: 50,1 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-07-05

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	698,2	704,4	0,9%	481,3	-31,7%	651,4	35,3%	Liczba akcji (mIn)	24,6
EBITDA	168,1	113,6	-32,4%	44,9	-60,4%	119,9	166,7%	MC (cena bieżąca)	1 100,3
marża EBITDA	24,1%	16,1%		9,3%		18,4%		EV (cena bieżąca)	1 354,3
EBIT	165,7	111,2	-32,9%	43,0	-61,3%	117,9	174,2%	Free float	24,5%
Zysk netto	136,9	80,2	-41,4%	26,8	-66,6%	83,9	213,4%		
P/E	8,0	13,7		41,1		13,1		Zmiana ceny: 1m	-13,8%
P/CE	7,9	13,3		38,3		12,8		Zmiana ceny: 6m	-1,6%
P/BV	1,6	1,5		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m	21,3%
EV/EBITDA	8,2	12,2		30,1		10,6		Max (52 tyg.)	61,0
Dyid (%)	4,6	1,8		0,6		1,9		Min (52 tyg.)	33,2



Oczekujemy, że w Q2 2010 deweloper sprzeda 310 lokali, w porównaniu do 342 w Q1 2010. Niższe wyniki sprzedaży są spowodowane wysoką bazą (bardzo dobre wyniki sprzedaży w Q1 2010) oraz skutkami powodzi (chwilowe wyhamowanie sprzedaży w projektach znajdujących się w pobliżu Wisły – Adria i Saska). Kurs akcji Dom Development zdyskontował już naszym zdaniem pogorszenie wyników sprzedaży mieszkań w Q2 2010. Mimo to, prognozy na rok 2012 są naszym zdaniem aktualne, podobnie jak oczekiwany wzrost wyników sprzedaży powyżej 500 sprzedanych lokali kwartalnie. Efektywność sprzedaży (sprzedaż / wielkości oferty) raczej już nie wzrośnie, na jesieni jednak wzrośnie sama oferta. Na tle branży Dom Development ma bardzo dobrze przygotowane do uruchomienia nowe projekty. Uruchamiając sprzedaż w zupełnie nowych lokalizacjach spółka będzie w stanie zwiększyć sprzedaż. Oczekujemy uruchomienia: Gocławia na jesieni, Targówka i Wrocławia na początku 2011 roku. Na początku 2011 roku mogą też ruszyć nowe projekty na lewym brzegu Wisły. Sądzymy, że już przy okazji wyników Q2 2010 zarząd spółki może poinformować o dokonanych zakupach. Pozostałe projekty w 2011 roku będą kontynuowane (nowe etapy). Podsumowując, Dom Development notowany jest z premią do BV, ale posiada jednocześnie dwa atuty: bardzo dobrze przygotowane inwestycje i bardzo dużą płynność. Na tle branży, gdzie większość graczy posiada zbyt dużo ziemi i zbyt małą płynność, Dom Development bardzo efektywnie wykorzystuje swoje aktywa. Prognozy wyników finansowych na rok 2012 zakładają: P/E = 8,9, EV/EBITDA=5,9, gotówka netto = 284,8 mln PLN. Podnosimy rekomendację do akumuluj.

Słabsze wyniki sprzedaży mieszkań w czerwcu

Czerwiec był gorszy od poprzednich miesięcy, jeśli chodzi o wyniki sprzedaży mieszkań, cały Q2 2010 był umiarkowanie dobry. Dom Development nie wyklucza kolejnych emisji obligacji. Pozyskane 85 mln PLN z emisji obligacji spółka wykorzysta na zakup gruntów i finansowanie budów. Prezes Dom Development poinformował również, że 6,5% marży jakie płaci obligatariuszom Gant jest „gigantyczne” w porównaniu do marży, jaką płaci Dom Development. Koszt obligacji Dom Development jest porównywalny do kosztu długu bankowego. W tym roku spółka może rozpocząć budowę jeszcze prawie 2000 mieszkań, ale kolejne projekty mogą ruszyć dopiero po wakacjach.

Uruchomienie 11 etapu Osiedla Derby

Dom Development rozpoczął sprzedaż i budowę projektu Derby 11 na Białoleścu. W inwestycji powstanie 87 mieszkań, które mają trafić do klientów w Q4 2011. Średnia powierzchnia mieszkania to 48,5 m², a średnia cena m² to 6013 PLN.

Emisja obligacji

Dom Development przeprowadził emisję obligacji na kwotę 85 mln PLN. Terminem wykupu papierów jest 30 czerwca 2015.

Korekta ceny docelowej

W związku z upływem dnia dywidendy, skorygowaliśmy wycenę 1 akcji Dom Development o kwotę dywidendy (0,8 PLN/akcję).



GTC (Trzymaj)

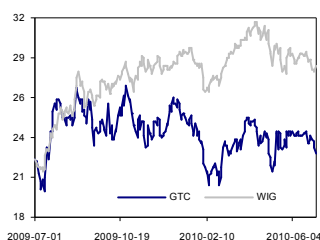
Cena bieżąca: 22,51 PLN

Cena docelowa: 23,9 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-28

(mIn EUR)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	114,5	156,4	36,5%	193,0	23,4%	188,2	-2,5%	Liczba akcji (mIn)	219,4
EBITDA	284,3	-121,7		274,0		312,7	14,1%	MC (cena bieżąca)	4 938,1
marża EBITDA	248,2%	-77,8%		141,9%		166,2%		EV (cena bieżąca)	10 193,5
EBIT	283,9	-122,1		273,6		312,3	14,2%	Free float	43,4%
Zysk netto	165,2	-125,2		184,3		175,3	-4,9%		
P/E	7,2			6,5		6,8		Zmiana ceny: 1m	-6,2%
P/CE	7,2			6,4		6,8		Zmiana ceny: 6m	-12,1%
P/BV	1,1	1,2		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	6,7%
EV/EBITDA	7,1			9,0		8,3		Max (52 tyg.)	27,2
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	19,8



GTC jest naszym zdaniem jednym z najdroższych deweloperów notowanych na GPW. Spółka ma walory defensywne, jednak ostatnia przecena na GPW wygenerowała sporo atrakcji inwestycyjnych w sektorze (np. Polnord, Dom Development). Problem również w tym, że wycena GTC bardzo wiele dyskontuje (spadek yieldów, pipeline do końca 2012 roku). Wyceny konkurencyjnych spółek, np. Echo Investment, nie dyskontują tak wiele. Nie dostrzegamy większych czynników pozytywnych zaskoczeń. W przypadku mniej optymistycznego rozwoju sytuacji gospodarczej, zyski na wycenie nieruchomości mogą okazać się mniejsze niż oczekiwania. Nie oczekujemy, aby GTC sprzedawało wiele kolejnych nieruchomości komercyjnych, poza tym jak pokazują nasze analizy, potencjalny wzrost wartości spółki z tego tytułu jest ograniczony. Sądzymy, że w Q2 2010 firmy wyceniające nieruchomości komercyjne nadal będą stosunkowo konserwatywne. Z tego tytułu zyski na wycenie nieruchomości w Q2 2010 raczej nie będą bardzo duże. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.



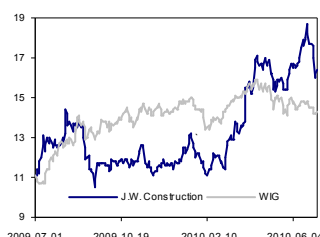
J.W. Construction (Trzymaj)

Cena bieżąca: 16,39 PLN Cena docelowa: 15,1 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-13

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	721,4	713,3	-1,1%	709,2	-0,6%	758,9	7,0%	Liczba akcji (mln)	54,1
EBITDA	158,5	152,9	-3,5%	164,9	7,9%	141,9	-14,0%	MC (cena bieżąca)	886,3
marża EBITDA	22,0%	21,4%		23,3%		18,7%		EV (cena bieżąca)	1 397,0
EBIT	141,1	138,9	-1,6%	144,6	4,2%	121,6	-15,9%	Free float	33,1%
Zysk netto	100,9	100,4	-0,5%	113,9	13,5%	101,7	-10,7%		
P/E	8,8	8,8		7,8		8,7		Zmiana ceny: 1m	-1,9%
P/CE	7,5	7,7		6,6		7,3		Zmiana ceny: 6m	38,4%
P/BV	2,7	2,1		1,6		1,3		Zmiana ceny: 12m	46,3%
EV/EBITDA	9,6	9,6		8,5		11,3		Max (52 tyg.)	18,7
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	10,5



J.W. na koniec Q1 2010 posiadało aż 3792 mieszkania w starych projektach, pozostające do rozpoznania w wynikach 2010 i 2011 roku. Większość z tych mieszkań znalazła już nabywców, w ofercie dewelopera znajduje się obecnie około 1500 lokali. Tak duża liczba pozostałych do przekazania lokali to wynik bardzo dużej liczby rozpoczętych projektów w latach 2007-2008. Podobna skala działalności nie jest powtarzalna w kolejnych latach, głównie z uwagi na ograniczone zasoby finansowe oraz plany budowy obiektów komercyjnych. Oddania 3792 mieszkań zagwarantują bardzo dobre wyniki w latach 2010-2011, w tym bardzo niskie P/E. Zwracamy jednak uwagę, że tak niskie P/E jest już obecnie w cenach. Duża liczba pozostałych do przekazania mieszkań jest uwzględniona w: wysokim wskaźniku P/BV oraz zobowiązaniach od klientów z tytułu zakupu mieszkań. Zwracamy uwagę również na zmianę standardów księgowości (wg. MSR 18 wyniki 2007 i 2008 nie byłyby już tak dobre) oraz relatywnie wysokie EV/EBITDA 2011, 2012 i 2013. Model DCF, w porównaniu do prostej wyceny wskaźnikowej, w pełni odzwierciedla specyfikę spółki (bardzo dużo mieszkań do przekazania). Stosunkowo neutralnie oceniamy rozwiązania umowy joint-venture w zakresie budowy obiektu hotelowo-komercyjno-apartamentowego we Wrocławiu. Z uwagi na cenę akcji zbliżoną do naszej zaktualizowanej wyceny, podtrzymujemy rekomendację neutralną. Uważamy, że większość pozostałych deweloperów mieszkaniowych posiada większy potencjał wzrostu kursu akcji.

Emisja obligacji za 130 mln PLN

J.W. przeprowadziło emisję obligacji zwykłych niezabezpieczonych za 130 mln PLN, z terminem wykupu 25 czerwca 2013 roku. Środki zostaną przeznaczone na finansowanie inwestycji spółki.

Ambitne plany sprzedaży mieszkań

Szef rady nadzorczej spółki oczekuje, że miesięczna sprzedaż pod koniec roku dojdzie do poziomu 130-140 lokali. W czerwcu sprzedaż nabiera tempa i szef rady nadzorczej uważa, że ożywienie to będzie trwałe.

J.W. nie zbuduje kompleksu we Wrocławiu?

J.W. Construction poinformowało o wygaśnięciu umowy joint-venture, zawartej 24 maja 2010 roku, w kwestii uczestnictwa wraz ze spółką Star Enterprises w budowie kompleksu hotelowo-komercyjno-mieszkaniowego we Wrocławiu („Ovo Apartments”). Spółka podaje, że przyczyną wygaśnięcia umowy był brak uzgodnień pomiędzy stronami umowy, odnośnie ostatecznej treści dodatkowych umów dotyczących finansowania. Firmy nie wykluczają dalszych rozmów zmierzających do realizacji inwestycji opisanej w raporcie, jednak po uzgodnieniu treści i warunków umów, które mają być zawarte w związku z realizacją inwestycji opisanej w raporcie.

Rezygnacja z zarządu spółki

Pani Barbara Czyż z przyczyn osobistych zrezygnowała z funkcji wiceprezesa spółki.

Właściciel sprzedał 0,5 mln akcji

Józef Wojciechowski za pośrednictwem EHT sprzedał w transakcji pakietowej 0,5 mln akcji J.W. Construction. Cena za akcję wyniosła 13 PLN, tzn. była istotnie niższa od ceny zamknięcia akcji spółki w momencie publikacji komunikatu (16,1 PLN).



Polnord (Kupuj)

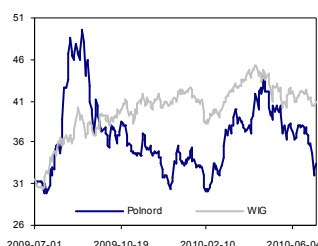
Cena bieżąca: 33,4 PLN

Cena docelowa: 51,6 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-06-02

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	391,1	221,3	-43,4%	414,2	87,2%	311,0	-24,9%	Liczba akcji (mIn)	22,1
EBITDA	108,7	106,9	-1,6%	60,4	-43,5%	100,1	65,7%	MC (cena bieżąca)	738,5
marża EBITDA	27,8%	48,3%		14,6%		32,2%		EV (cena bieżąca)	1 167,8
EBIT	106,7	104,9	-1,7%	58,5	-44,2%	98,2	67,8%	Free float	40,7%
Zysk netto	77,8	63,6	-18,2%	34,3	-46,2%	67,9	98,3%		
P/E	7,8	11,6		21,6		10,9		Zmiana ceny: 1m	-10,5%
P/CE	7,6	11,2		20,4		10,6		Zmiana ceny: 6m	-3,3%
P/BV	0,6	0,7		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	6,6%
EV/EBITDA	11,0	13,1		19,3		13,8		Max (52 tyg.)	49,5
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	29,8



Uważamy, że kurs akcji Polnordu zdecydowanie przereagował ryzyka związane z płynnością głównego akcjonariusza. Trudno jednoznacznie wypowiedzieć się, jak prezentuje się płynność Prokomu. Możliwości transferu środków z Polnordu do Prokomu skutecznie ograniczają uregulowania związane z emisją obligacji zamiennych. Na transakcje z podmiotami powiązanymi muszą wyrazić zgodę obligatariusze, w przeciwnym razie mogą żądać wykupu papierów. Pomysł dużej dywidendy (2 PLN na akcję) nie napawa nas optymizmem, mimo to, uważamy, że nawet wypłata tak dużej dywidendy nie wpłynie negatywnie na prognozy (płynność spółki jest wystarczająca). Kwestia ewentualnej podaży akcji Polnordu ze strony Prokomu nie wydaje nam się możliwa do uwzględnienia w wycenie. Taki czynnik nie jest dyskontowany np. w wycenie Biotonu. Wycena giełdowa Polnordu jest niższa, niż przed transakcją J.V. w sprawie budowy CH na Wilanowie, czy sprzedaży biurowca Asseco. Sprzedaż biurowca Asseco uwolniła więcej gotówki, niż może wynieść dywidenda. Na rok 2012 prognozujemy: P/E = 7,8, EV/EBITDA korygowane o grunty pod drogi: 6,5, P/BV = 0,6, dług netto = 253,6 mln PLN. Podtrzymujemy rekomendację kupuj i zalecamy wykorzystanie obecnych spadków kursu do zwiększenia zaangażowania w akcje spółki.

Prokom chce dużej dywidendy, 2,05 PLN na akcję

Prokom Investments, główny akcjonariusz Polnordu, chce, aby spółka z zysku za rok 2009 wypłaciła 45,5 mln PLN dywidendy, czyli 2,05 PLN na akcję (yield = 6,2%). Polnord informuje, że „zamiar ten wynika z (...) umów z instytucjami finansującymi działalność Grupy Prokom, nakładających obowiązek głosowania za wypłatą dywidendy we wskazanej wysokości”. Decyzję o wypłacie dywidendy podejmie WZA zwołane na 30 czerwca.

Brak zgody w temacie wypłaty dywidendy

Walne zgromadzenie akcjonariuszy Polnordu zostało przerwane przed podjęciem decyzji o wypłacie dywidendy. Przerwa wynika z różnicy zdań w sprawie dywidendy pomiędzy bankami finansującymi spółkę a obligatariuszami Polnordu. Nie ma nic wspólnego ze sporem z syndykiem Telewizji Familijnej (dawna inwestycja Prokomu). Dwóch posiadaczy 172 obligacji spółki złożyło sprzeciw wobec proponowanej wysokości dywidendy (łączna wartość obligacji: 31,8 mln PLN). Obligatariusze oświadczyli, że zrzekają się żądania przedterminowego wykupu papierów pod warunkiem ograniczenia dywidendy do kwoty nie wyższej niż 1,02 na akcję oraz obniżenia ceny konwersji do 38 PLN/akcję.

Polnord w maju sprzedał 50 mieszkań

Polnord w maju sprzedał netto 50 lokali, notując jednocześnie 12 anulacji. W kwietniu deweloper sprzedał netto 40 lokali. Pod koniec maja rozpoczęła się sprzedaż mieszkań w inwestycji Ku Słońcu w Szczecinie i w Sopockiej Rezydencji. W czerwcu rozpocznie się sprzedaż w trzech kolejnych inwestycjach: nowym etapie Osiedla Tęczowy Las w Olsztynie, w Gdańsku przy ul. Myśliwskiej oraz we Wrocławiu, gdzie rozpoczęła się budowa osiedla Innova. Wzrost oferty dewelopera ma pozwolić na wzrost wolumenu sprzedaży mieszkań.

Rozpoczęcie I etapu inwestycji we Wrocławiu

Fadesa Polnord rozpoczęła I etap inwestycji Osiedle Innova we Wrocławiu. W I etapie powstanie 230 mieszkań. Szacujemy, że marża brutto na realizacji inwestycji, z uwagi na niski koszt zakupu gruntu, powinna przekroczyć 30%.

Kredyt o wartości 92 mln PLN

Polnord podpisał z PKO BP umowę kredytową o wartości 92 mln PLN, pozyskane środki będą przeznaczone na częściowe sfinansowanie I i II etapu osiedla Ku Słońcu w Szczecinie. Łącznie w 3 etapach projektu powstanie 760 mieszkań i 30 lokali użytkowych. W I etapie osiedla rozpoczętych w marcu powstaje 217 mieszkań.



Emisja obligacji za 40 mln PLN

Polnord wyemitował obligacje zwykłe o wartości 40 mln PLN. Termin wykupu przypada na 30 kwietnia 2013. Wpływy z emisji obligacji mają być przeznaczone na działalność operacyjną spółki.

Handel



Emperia Holding (Trzymaj)

Cena bieżąca: 86,9 PLN

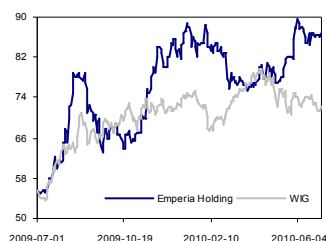
Cena docelowa: 81,6 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-09

Podstawowe dane (mIn PLN)

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana		
Przychody	5 257,1	5 543,7	5,5%	6 051,6	9,2%	6 462,5	6,8%	Liczba akcji (mln)	15,1
EBITDA	148,9	174,2	17,0%	187,2	7,4%	213,2	13,9%	MC (cena bieżąca)	1 313,5
marża EBITDA	2,8%	3,1%		3,1%		3,3%		EV (cena bieżąca)	1 674,2
EBIT	96,0	110,7	15,3%	112,5	1,7%	124,4	10,6%	Free float	76,4%
Zysk netto	59,0	68,2	15,7%	77,1	13,0%	85,6	11,0%		
P/E	22,3	19,3		17,0		15,4		Zmiana ceny: 1m	-3,2%
P/CE	11,7	10,0		8,7		7,5		Zmiana ceny: 6m	0,0%
P/BV	1,8	1,6		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m	57,6%
EV/EBITDA	10,6	9,4		8,9		7,9		Max (52 tyg.)	89,8
Dyid (%)	1,0	0,7		0,8		0,9		Min (52 tyg.)	54,8



Kurs akcji Emperii w ubiegłym miesiącu zachowywał się dosyć stabilnie i wyróżniał się pozytywnie od mniejszych spółek z kategorii FMCG (kursy Almy i Bomi pozostają w trendzie spadkowym), co zapewne nadal należy wiązać z dobrymi wynikami za 1Q i wysokimi oczekiwaniami co do raportu za 2Q. Obecnie nie widzimy jednak podstaw do weryfikacji naszych rocznych prognoz i utrzymujemy wycenę oraz neutralną rekomendację.



Eurocash (Redukuj)

Cena bieżąca: 21,3 PLN

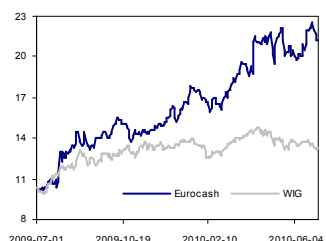
Cena docelowa: 18,6 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-06

Podstawowe dane (mIn PLN)

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana		
Przychody	6 129,7	6 698,3	9,3%	7 395,4	10,4%	8 072,8	9,2%	Liczba akcji (mln)	134,8
EBITDA	158,5	194,5	22,8%	220,1	13,2%	259,2	17,8%	MC (cena bieżąca)	2 871,6
marża EBITDA	2,6%	2,9%		3,0%		3,2%		EV (cena bieżąca)	2 627,5
EBIT	115,5	145,2	25,7%	173,7	19,7%	209,8	20,7%	Free float	32,7%
Zysk netto	78,4	102,5	30,8%	125,5	22,5%	154,1	22,8%		
P/E	35,5	28,0		22,9		18,6		Zmiana ceny: 1m	6,5%
P/CE	23,0	18,9		16,7		14,1		Zmiana ceny: 6m	30,7%
P/BV	9,8	7,8		6,6		5,4		Zmiana ceny: 12m	107,8%
EV/EBITDA	17,1	14,0		11,9		9,7		Max (52 tyg.)	22,5
Dyid (%)	1,4	1,4		1,9		2,2		Min (52 tyg.)	10,1



Eurocash po lekkiej korekcie w maju ponownie zachowywał się znacznie lepiej od rynku i pozostałych konkurentów z branży FMCG notując wzrost kursu o ponad 5%. Nie widzimy uzasadnienia do dalszych wzrostów wyceny tej Spółki i podtrzymujemy rekomendację redukuj. W naszej opinii na razie nie ma podstaw do podnoszenia rocznych prognoz wyników Eurocash.



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.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
Banki

Analitycy:

Kamil Kliszczy tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliscz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka, Handel

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Maklerzy:

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

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

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

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

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

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

„Prywatny Makler”

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

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

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

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

Action

rekomendacja	Kupuj	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2009-12-22	2010-03-05	2010-04-07
kurs z dnia rekomendacji	15,98	17,91	22,00
WIG w dniu rekomendacji	39583,42	39885,37	43562,01

Budimex

rekomendacja	Akumuluj	Sprzedaj
data wydania	2010-01-06	2010-03-29
kurs z dnia rekomendacji	75,75	96,60
WIG w dniu rekomendacji	41052,00	42395,54

Comarch

rekomendacja	Redukuj
data wydania	2010-02-15
kurs z dnia rekomendacji	102,90
WIG w dniu rekomendacji	37933,01

Dom Development

rekomendacja	Kupuj	Trzymaj	Trzymaj	Redukuj	Trzymaj
data wydania	2010-02-03	2010-03-05	2010-04-13	2010-05-06	2010-05-07
kurs z dnia rekomendacji	41,40	51,00	55,65	60,95	55,40
WIG w dniu rekomendacji	39904,02	39885,37	43554,22	41287,90	40970,12

Erbud

rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2009-12-17	2010-01-06	2010-02-03	2010-03-11
kurs z dnia rekomendacji	54,00	47,15	51,80	53,30
WIG w dniu rekomendacji	39925,72	41052,00	39904,02	40991,00

Rafako

rekomendacja	Akumuluj	Trzymaj	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2010-02-03	2010-03-12	2010-05-20	2010-06-02
kurs z dnia rekomendacji	11,14	13,55	12,60	13,30
WIG w dniu rekomendacji	39904,02	41004,33	40441,73	40931,54

Ulma

rekomendacja	Trzymaj
data wydania	2010-01-06
kurs z dnia rekomendacji	84,50
WIG w dniu rekomendacji	41052,00

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

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

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgowa

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

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

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

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

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

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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

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

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

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondy, Nepentes, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: 01 NFI, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, Macrologic, Mieszko, Mondy, Monnari Trade, Nepentes, Neuca, Optopol, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, TP SA, TVN, Unibep.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BRE Bank, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Intergroclin Auto, Koelner, Komputeronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Tauron, Techmex, Unibep, WSiP, ZA Puławy.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klimat.

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

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję współprowadzącego księgę popytu w Polsce dla Tauron Polska Energia S.A.

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

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

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

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

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