

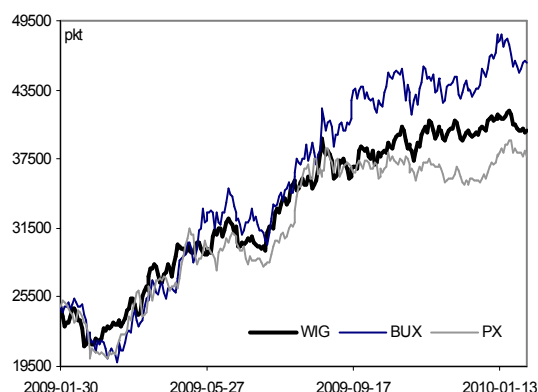
3 lutego 2010

Opracowanie cykliczne


Rynek akcji
Makroekonomia

WIG	39 904
Średnie P/E 2010	13,7
Średnie P/E 2011	11,7
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	1 362 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

Przegląd miesięczny

Luty 2010

Rynek akcji

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, WIG20 po osiągnięciu poziomu 2500 pkt. rozpoczął korektę spadkową, która naszym zdaniem potrwa jeszcze kilka tygodni – sprowadzając indeks do poziomów ok. 2100 pkt. Przecenie akcji towarzyszy umocnienie USD oraz spadki cen surowców.

Ze spółek

Banki. Oczekiwany spadek wyników w 4Q09 (prognozujemy -15% Q/Q) może być katalizatorem korekty wycen rynkowych. Czynnikiem decydującym o wynikach 1H10 będą dane z rynku pracy (rezerwy w segmencie detalicznym), gdzie oczekujemy negatywnych informacji w tym okresie. Pozostajemy defensywnie nastawieni do sektora. Poprawa wyników będzie miała miejsce w 2H10.

Rafineryjno-gazowy. Najciekawszą inwestycją w kontekście wyników 4Q09 wydaje się PGNiG, które może zaskoczyć wysokimi zyskami w segmencie obrotu, wspartymi sezonowym wzrostem wolumenów. W przypadku rafinerii nadal zalecamy przeważanie Orlenu względem Lotosu.

Energetyka. Negatywny sentyment do sektora energetycznego w regionie utrzymuje się zarówno ze względu na niekorzystne ceny energii na EEX, jak i perspektywę dużych ofert publicznych. W przypadku PGE pozytywnym katalizatorem powinny być wyniki 4Q09.

Telekomunikacja. W okresie rosnącej awersji do ryzyka akcje spółek telekomunikacyjnych powinny zachowywać się lepiej niż rynek. Po wynikach za 4Q TP ogłosi rekomendację dotyczącą dywidendy za 2009. Oczekujemy, że dotychczasowa polityka 1,5 PLN na akcję zostanie podtrzymana.

Media. Pozytywnie widzimy wciąż spółki oparte o przychody reklamowe. Obniżamy do trzymaj rekomendację Cyfrowego Polsatu. Podtrzymujemy neutralne nastawienie do akcji WSiP.

Informatyczne. Podtrzymujemy pozytywne rekomendacje dla Asseco i Sygnity. Wśród dystrybutorów sprzętu potencjał wzrostowy widzimy nadal w AB i Action. Zalecamy trzymanie akcji Komputronika i Asbisu.

Metale. Metale weszły w okres korekty, która naszym zdaniem będzie kontynuowana i będzie negatywnie wpływać na zachowanie się cen akcji z sektora.

Budownictwo. Najbardziej atrakcyjne są naszym zdaniem walory Mostostalu Warszawa i Unibepu. Nadal pozytywnie postrzegamy Rafako, ze względu na wzrost wyceny rynkowej obniżamy zaś rekomendację dla Polimexu i Erbudu.

Deweloperzy. Podtrzymujemy opinię o przeważaniu deweloperów mieszkaniowych nad komercyjnymi. Rekomendujemy kupno walorów Dom Development, J.W. Construction i Polnordu.

Rekomendacje. W raporcie miesięcznym podwyższamy rekomendację dla spółki Dom Development (Kupuj) oraz obniżamy zalecenie inwestycyjne dla spółek: Asbis (Trzymaj), Cyfrowy Polsat (Trzymaj), Erbud (Trzymaj), LW Bogdanka (Trzymaj), PKN Orlen (Akumuluj), Police (Redukuj), Polimex Mostostal (Trzymaj), Rafako (Akumuluj), Unibep (Akumuluj).

Spis treści

1. Rynek akcji	3
2. Makroekonomia	4
3. Aktualne rekomendacje DI BRE	8
4. Statystyki rekomendacji	9
5. Banki.....	10
5.1. BZ WBK	15
5.2. Getin	17
5.3. Handlowy	19
5.4. ING BSK	21
5.5. Kredyt Bank	22
5.6. Millennium	23
5.7. Pekao	24
5.8. PKO BP	25
6. Paliwa, energetyka, chemia.....	27
6.1. CEZ	28
6.2. Ciech	29
6.3. Lotos	30
6.4. PGE	31
6.5. PGNiG	33
6.6. PKN Orlen	34
6.7. Police	36
6.8. ZA Puławy	37
7. Górnictwo węgla	38
7.1. LW Bogdanka	38
8. Telekomunikacja	39
8.1. Netia	40
8.2. TP SA	41
9. Media	42
9.1. Agora	43
9.2. Cyfrowy Polsat	44
9.3. TVN	46
9.4. WSiP	47
10. IT	48
10.1. AB	50
10.2. Action	51
10.3. Asbis	52
10.4. Asseco Poland	53
10.5. Komputronik	55
10.6. Sygnity	56
11. Metale	58
11.1. Kęty	58
11.2. KGHM	60
12. Budownictwo	62
12.1. Budimex	65
12.2. Centrum Klima	67
12.3. Elektrobudowa	68
12.4. Erbud	69
12.5. Mostostal Warszawa	70
12.6. PBG	72
12.7. Polimex Mostostal	73
12.8. Rafako	75
12.9. Trakcja Polska	76
12.10. Ulma Construcccion Polska	77
12.11. Unibep	78
13. Deweloperzy	79
13.1. Dom Development	81
13.2. J.W. Construction.....	82
13.3. Polnord	83
14. Handel	84
14.1. Emperia Holding	84
14.2. Eurocash	84
15. Inne	85
15.1. Mondi	85

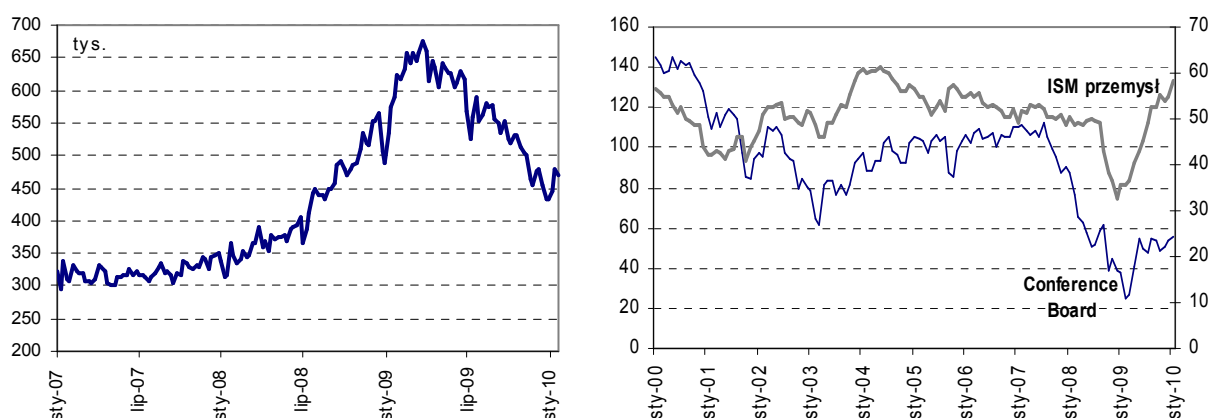
Rynek akcji

W styczniu główne indeksy GPW zamknęły miesiąc na poziomie zbliżonym do końca grudnia. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, WIG20 po osiągnięciu poziomu 2500 pkt. rozpoczął korektę spadkową, która naszym zdaniem potrwa jeszcze kilka tygodni – sprowadzając indeks do poziomów ok. 2100 pkt. Przecenienie akcji towarzyszy umocnieniu USD oraz spadki cen surowców. Nadal relatywnie silne pozostają waluty z rynków wschodzących. Zwracamy uwagę, że pomimo napływu wielu dobrych danych makroekonomicznych (nadal pozytywne momentum) zarówno z USA (PKB, wskaźniki wyprzedzające), Chin (eksport), czy Polski (konsumpcja, PKB), rynki kapitałowe mają problem z dalszym wzrostem, co naszym zdaniem świadczy o zdyskontowaniu już przez inwestorów pozytywnych informacji w średniej perspektywie. Podtrzymujemy opinie zawarte w strategii inwestycyjnej dla rynku akcji na 2010 opublikowanej 19 stycznia br.

Napływające dane makro z gospodarki amerykańskiej potwierdzają ożywienie gospodarcze, które na obecną chwilę dotyczy przede wszystkim sfery popytowej gospodarki. Momentum dla przemysłu jest i w perspektywie najbliższych miesięcy będzie pozytywne (dynamika wzrosty r/r na poziomie ok. 10%). Z drugiej strony nadal nie widać ożywienia na rynku nieruchomości, a z rynku pracy płyną niepokojące sygnały o tygodniowym wzroście liczby nowych bezrobotnych (rynki będą „wyczulone” na dane w kolejnych tygodniach). Taki obraz gospodarki potwierdzają m.in. pierwsze szacunkowe dane o wzroście PKB w 4Q (+5,7% r/r). Znaczące przyspieszenie wzrostu gospodarczego to efekt bardzo wysokiego wzrostu zapasów (+3,4 punkty procentowe) przy spadku konsumpcji publicznej (-0,2%) oraz obniżeniu konsumpcji prywatnej do 2%. Wszystkie prognozy dla USA zakładają w kolejnej fazie cyklu odbudowanie się popytu wewnętrznego, co pozwoliłoby na podtrzymanie wzrostu po stronie podaży. Podtrzymujemy opinię zawartą w strategii na 2010, że pomimo pozytywnych wskazań Conference Board (wzrost do 55,9 w styczniu), a przy rosnącej stopie oszczędności (6%), wzrost konsumpcji rozczaruje i nie pozwoli na podtrzymanie wysokiej dynamiki w przemyśle w dłuższym okresie.

Dodatkowo – czego nie zakładaliśmy w naszej strategii 2010 – w USA rozgorzała dyskusja na temat podziału największych banków inwestycyjnych, co miałoby prowadzić do zwiększenia bezpieczeństwa systemu bankowego w przypadku finansowych problemów jednego z nich. Jednym z zarzutów stawianych w ocenie skuteczności programu TARP (700 mld USD) jest to, że największe banki są nadal „too big to fail”, a program „jedynie” zapobiegł załamaniu się systemu. Kwestia ta będzie negatywnie oddziaływać na rynek akcji przez kolejne miesiące.

Wnioski o zasiłek dla nowych bezrobotnych i wskaźniki wyprzedzające w USA



Źródło: Bloomberg

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

Makroekonomia

Plan Rozwoju i Konsolidacji Finansów Publicznych

Plan jest w zasadzie prezentacją założeń (bardzo często już pojawiających się w publicznej dyskusji) do sugerowanych zmian legislacyjnych. Założenia te mają zostać przyjęte przez Radę Ministrów do końca I półrocza 2010. Odpowiednie ustawy mają natomiast zostać uchwalone do końca roku. Wśród działań mających na celu przywrócenie stabilności polskim finansom publicznym na pierwsze miejsce wybija się propozycja wprowadzenia reguły fiskalnej i uchwalenie ustawy o stabilności finansów publicznych. Zgodnie z regułą wzrost wydatków elastycznych w najbliższych latach nie powinien przekraczać 1% rocznie w ujęciu realnym. Wzmocnieniu dyscypliny fiskalnej dysponentów budżetowych, a także autorów rozwiązań generujących trwałe i sztywne wydatki budżetowe ma służyć (tu dość ogólne stwierdzenie) zdefiniowanie katalogu odpowiednich mechanizmów prewencyjnych i korygujących. W przedstawionym przez Premiera planie dużo miejsca zajmują kwestie związane z systemem emerytalnym i przejrzystością zobowiązań publicznych. Proponuje się wprowadzenie do statystyki długu publicznego zmian uwzględniających skutki reformy emerytalnej. Oprócz długu publicznego publikowane mają być statystyki oddające skalę wieloletniego ciężaru fiskalnego nałożonego na obecne i przyszłe pokolenia pracujących i płacących podatki w wyniku już podjętych przez państwo zobowiązań. Prezentowane mają być również emerytalne zobowiązania publiczne, które dotychczas były „ukryte”.

Porządkowaniu systemu emerytalno-rentowego ma służyć objęcie zasadami powszechnego ubezpieczenia emerytalnego służb mundurowych (od 2012 roku zniesienie prawa do wcześniejszych emerytur) oraz przegląd uprawnień rentowych. Plan postuluje jedynie ewolucyjne zmiany w KRUS, nie zaś jego likwidację oraz jedynie debatę nad kluczowym dla stabilizowania finansów publicznych zagadnieniem, jakim jest podwyższenie wieku emerytalnego. Premier nie rozstrzygnął jednoznacznie zmian w drugim filarze systemu emerytalnego (np. podziału składki); zapowiedział jedynie debatę nad efektywnością systemu, zmianę benchmarków dla OFE oraz zmianę struktury prowizji. W związku z dążeniem do poprawy efektywności wydatków budżetowych premier zapowiedział kontynuację prac nad budżetem zadaniowym i wieloletnim planowaniem finansowym oraz ujednolicenie rachunkowości dla jednostek budżetowych i rewizję zasad bankowej obsługi budżetu państwa. Z konkretnych działań zaproponowano wprowadzenie obowiązku lokowania wolnych środków jednostek sektora finansów publicznych w formie depozytu (na rachunkach) prowadzonego przez Ministra Finansów. Skutkiem tych działań ma być obniżenie poziomu długu publicznego poprzez zmniejszenie potrzeb pożyczkowych Skarbu Państwa wynikających z wykorzystania aktywów finansowych jednostek sektora finansów publicznych w zarządzaniu płynnością budżetu państwa. Obniżenie poziomu długu publicznego począwszy od 2010 r. ma wynieść o ok. 14,6 mld zł (ok. 1,1% PKB). Konsolidacji w ramach sektora finansów publicznych ulegnie dług SP z tytułu depozytów przyjętych od jednostek sektora; środki te czasowo obniżą emisję skarbowych papierów wartościowych.

Po stronie dochodowej budżetu zaproponowano: uszczelnienie systemu VAT (kasy fiskalne dla lekarzy i prawników), zwiększenie bazy podatkowej, ograniczenie odliczeń VAT (głównie zwrot VAT przy zakupie samochodów z kratką). Ma to przynieść wzrost dochodów budżetu od 500 do 1900 mln zł w kolejnych latach. W kwestii finansowania deficytu potwierdzono założenia prywatyzacyjnych SP na rok 2010 (przychody wielkości 25 mld zł). Plan zapowiada intensyfikację wykorzystania środków UE. Premier przewiduje ponad pięciokrotne zwiększenie pozytywnego wpływu funduszy UE na tempo wzrostu realnego PKB w porównaniu z latami 2004–2008 (w latach 2009–2013 średnio 0,8pp. rocznie wobec 0,15pp. w latach 2004–2008); ponad dwukrotnie większy wzrost liczby pracujących w latach 2009–2013 (o 109 tys.) niż w latach 2004–2008 (o 45 tys.); pięciokrotne zwiększenie pozytywnego wpływu funduszy UE na wzrost stopy inwestycji w porównaniu z latami 2004–2008 (dodatni wpływ rządu 1,79pp. w latach 2009–2013 wobec 0,35pp. w latach 2004–2008). Szacunki te wydają się realistyczne, zważywszy na osiągnięte ostatnio przyspieszenie wydatkowania środków z UE, co po stronie budżetowej skutkowało m.in. wzrostem deficytu sektora finansów publicznych do poziomu 7,2% PKB w 2009 roku a po stronie rachunków narodowych zapobiegło znacznemu spadkowi dynamiki inwestycji (z ostatnich danych możliwa jest dodatnia dynamika w IV kwartale 2009).

PKB za 2009 wyżej od oczekiwań

W 2009 PKB wzrósł o 1,7% r/r wobec 4,8% zanotowanych w 2008 roku. Wynik ten jest zgodny z naszymi prognozami i wyższy niż konsensus prognoz. Przechodząc do składowych PKB, w 2009 roku zanotowano 2,3% wzrost spożycia indywidualnego, inwestycje spadły „zaledwie” o 0,3%, popyt wewnętrzny obniżył się o 0,9%. Tak dobry, na tle innych krajów europejskich, wynik gosp. Polska zawdzięcza zwieszanej substytucji importu przez produkcję krajową oraz przyspieszonej absorpcji środków unijnych (szacujemy, że kontrybucja inwestycji unijnych do wzrostu gosp. mogła wynieść nawet pow. 0,5 pkt. proc.). Tradycyjnie z danych za cały rok można wyekstrahować (nie publikowane jeszcze) dynamiki za IV kw. Szacujemy więc wzrost

PKB w IV kw. 2009 na poziomie 3,0% wobec 1,7% zanotowanych w III kw. Spożycie indywidualne prawdopodobnie wzrosło o 2,1% r/r wobec 2,2% zanotowanych w III kw. Wrażenie robi jednak dynamika inwestycji. W IV kw. inwestycje wzrosły (!) o 1,9% wobec spadku o 1,5% zanotowanego w III kw. Prognozujemy, że w 2010 roku pozytywne tendencje obserwowane w IV kwartale zostaną utrzymane. W szczególności spodziewamy się wzrostu PKB na poziomie 3% plus. Poprawiać powinna się dynamika inwestycji (do 4% r/r), co najmniej stabilizacji oczekujemy w przypadku konsumpcji (przedział 2,5-3,2%), gdzie pozytywny wpływ powinna mieć poprawa sytuacji na rynku pracy oraz popytowy efekt związany z inwestycjami infrastrukturalnymi. Niższa kontrybucja eksportu netto powinna być rekompensowana przez dalszą odbudowę zapasów.

Inflacja w grudniu poniżej oczekiwań

W grudniu roczna stopa inflacji wzrosła z 3,3% do 3,5% r/r. Wynik ten jednak okazał się niższy od konsensusu oczekiwań i prognozy MinFinu na poziomie 3,6% r/r. Wzrost rocznego wskaźnika w porównaniu z listopadem odzwierciedla przede wszystkim silny efekt bazy z grudnia 2008 (zanotowano wtedy ponad 9% spadek cen paliw). Na rozbieżnościach pomiędzy odczytem inflacji i prognozami zaważyły spadki w bazowej części koszyka inflacyjnego (ceny w kategorii rekreacja i kultura spadły o 1,3% m/m, łączność o 1% m/m, koszty użytkowania mieszkania oraz ceny w kategoriach restauracje i hotele wzrosły zaledwie o 0,1% m/m, czyli o mniej niż w poprzednich miesiącach). Oceniamy, że roczny wskaźnik inflacji bazowej obniżył się w grudniu do 2,6% r/r z 2,8% zanotowanych w listopadzie. Proces obniżania inflacji bazowej (w ujęciu miesięcznym zanotowano 0,2% jej spadek) odzwierciedla wygasanie efektów szoku kursowego z początku roku oraz osłabienie presji popytowej po okresie spowolnienia gospodarczego. Przechodząc do perspektyw na najbliższe miesiące oceniamy, że inflacja w styczniu może już tylko nieznacznie przekraczać poziom 3% r/r. W kolejnych miesiącach 2010 roku będziemy obserwować bardziej wyraźny spadek rocznego wskaźnika inflacji (główną przyczyną będą masywne efekty bazowe z początku 2009 roku). Wskaźnik ten powinien osiągnąć swoje minimum mniej więcej w połowie roku (poziom poniżej 2% r/r), po czym spodziewamy się stopniowego odradzania presji inflacyjnej wraz z utrwalającym się ożywieniem gospodarczym i stabilizacją sytuacji na rynku pracy. Systematyczne spadki inflacji i inflacji bazowej mają naszym zdaniem potencjał do wpływania na oczekiwania co do nagłości zacieśnienia monetarnego w Polsce. Sądzymy, że pomimo dość jastrzębich komentarzy pojedynczych członków RPP, w najbliższym okresie możemy liczyć na pewne wygaszenie oczekiwań co do zacieśnienia monetarnego. Ograniczeniem dla tego procesu może być publikacja „Minutes” po pierwszym posiedzeniu RPP z nowymi członkami (czy będą w nich wskazania co do dyskusji nad zmianą nastawienia?) oraz publikacja nowej projekcji inflacyjnej (wskazującej na przejściowy spadek inflacji ale i odrodzenie procesów inflacyjnych w roku 2011 i 2012). Niższa inflacja bieżąca może mieć jednak dość kuriozalnie pozytywnie oddziaływać na długi koniec (scenariusz bezinflacyjnego wzrostu i spadek ryzyka utrwalenia wyższej inflacji).

I kolejna niespodzianka na rachunku obrotów bieżących...

NBP wyraźnie przygotowuje się do zmiany metodologii przy wyliczaniu bilansu płatniczego. Stąd ostatnie rewizje zdecydowanie wykraczają poza średnią ich skalę w przeszłości, a trafione prognozy całego salda to raczej wynik szczęścia niż posiadania poprawnego modelu prognostycznego. W listopadzie odnotowano deficyt na rachunku obrotów bieżących w wysokości 1272 mln EUR wobec...-266mln EUR po rewizji (w górę) w październiku. Zasadniczą rolę w poprawie salda na rachunku obrotów bieżących odegrało saldo wymiany handlowej, które nie dość, że zostało zrewidowane poważnie w górę za poprzedni miesiąc (obecnie -103mln EUR), to jeszcze w tym miesiącu odnotowano niewielki deficyt w wysokości -292mln EUR (co prawda na podstawie danych GUS spodziewaliśmy się salda dodatniego, to jednak niewykluczone, że pojawi się ono w statystykach NBP po rewizji w przyszłym miesiącu). Niewielki deficyt na rachunku handlowym wspiera nasze wyższe szacunki tempa wzrostu PKB w IV kwartale równe 3,2% r/r. Wyjątkowo optymistycznie (deficyt zdecydowanie niższy od naszych oczekiwań) ukształtowało się także saldo dochodów. Ma to związek z faktem, że dywidenda dla Eureko B. V. (łącznie około 1,9mld EUR licząc z akcjonariuszami mniejszościowymi) nie została w pełni rozliczona na rachunku dochodów, lecz jej część znalazła się także na rachunku transferów bieżących (potwierdza to deficyt odnotowany na tym rachunku mimo wysokiego napływu środków z UE). W kolejnych miesiącach deficyt na rachunku obrotów bieżących powinien ulec zmniejszeniu w kierunku zera. Będzie to wynikiem niewielkiego deficytu w obrotach handlowych oraz wygaśnięcia efektu płatności dywidendy z PZU. W konsekwencji w całym roku relacja deficytu na rachunku obrotów bieżących do PKB powinna się utrzymać na poziomie około -1,3%, czyli wielkości którą prognozujemy od kilku dobrych miesięcy. Kolejny więc wniosek nasuwa się sam – można mieć rację co do mechanizmów gospodarczych (m. in. stymulującej roli słabego złotego) i średniookresowego trendu i jednocześnie mylić się wyraźnie co do miesięcznych zmian na rachunku obrotów bieżących narażonych na wpływ rewizji.

Wysoki wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw w grudniu

W grudniu dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw wzrosła do 6,5% r/r z 2,3% r/r zanotowanych w listopadzie (konsensus prognoz wynosił 3,0%). Wzrost dynamiki w grudniu wynika z następujących czynników: 1) efekt bazy z grudnia 2008, kiedy to przestoje, wstrzymanie wypłat bonusów oraz przesunięcia płac obniżyły średnią płacę, 2) przesunięcie wypłaty Barbórek w górnictwie z listopada na grudzień, 3) trend wzrostowy na płacach w przetwórstwie przemysłowym (sądzymy, że ta część agregatu wykazuje największą stabilność w zakresie trendów i tendencje tam obserwowane mogą mieć charakter wyprzedzający względem całego agregatu). Oceniamy, że w kolejnych miesiącach dynamika płac powinna wynosić 4-5% r/r, przyspieszenia tych wartości oczekivalibyśmy w drugiej połowie tego roku. W grudniu dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw wzrosła do -1,8% wobec -2,2% w poprzednim miesiącu. Tempo spadku zatrudnienia okazało się tym samym zgodne z naszymi szacunkami i lepsze od konsensusu rynkowego. Należy w tym miejscu zaznaczyć, że tym razem miesięczna dynamika okazała się ujemna a liczba zatrudnionych zmniejszyła się o 9 tys. w ujęciu absolutnym. W żadnym wypadku nie należy łączyć tego faktu ze zmianą trendu, lecz ujawnieniem czynników sezonowych, typowych dla końca roku. W dalszym ciągu uważamy, że rynek pracy wykazał się bardzo dużą odpornością na spowolnienie gospodarki. Wskaźniki koniunktury nie pozostawiają złudzeń, że zatrudnienie pozostaje w trendzie wzrostowym – dobry obraz panującej tendencji dają też redukcje zapowiadanych zwolnień w przedsiębiorstwach. W kolejnych miesiącach spodziewamy się umocnienia dotychczas obserwowanych tendencji. Należy jednak mieć świadomość, że styczniowy odczyt będzie zaburzony w dół w związku z przeszacowaniem liczby przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 9 osób – manipulacje wielkością próbki stwarzają też poważne problemy z dokładną prognozą na najbliższy miesiąc. Spodziewamy się, że w związku zżywieniem gospodarczym i stopniowym zagospodarowywaniem wolnych mocy wytwórczych, sektor przedsiębiorstw będzie w stanie tworzyć nowe miejsca pracy już w pierwszej połowie 2010 roku. Dane te mogą stymulować dyskusje w RPP o zmianie nastawienia na neutralne. Najwcześniejszym momentem tej zmiany może być jednak dopiero posiedzenie lutowe (opublikowana zostanie wówczas projekcja inflacyjna). Utrzymująca się i mocno akcentowana przez część nowej RPP niepewność co do perspektyw wzrostu gosp. oraz spadkowy trend na rocznym wskaźniku inflacji prawdopodobnie opóźnią jednak moment zacieśnienia polityki monetarnej. Spodziewamy się pierwszych podwyżek stóp w II poł. 2010.

Słabszy od oczekiwań wzrost produkcji przemysłowej

W grudniu produkcja przemysłowa wzrosła o 7,4% r/r, wobec wzrostu o 9,9% r/r w listopadzie. Względnie wysoki wzrost wskaźnika był podtrzymywany przez efekt bazy z poprzedniego roku (pierwsze gwałtowne spadki produkcji przemysłowej zanotowano już w listopadzie), dodatnią różnicę dni roboczych oraz znaczną poprawę produkcji pojazdów. Wzrosty w dalszym ciągu obejmują szerokie spektrum rodzajów działalności, podobnie jak w poprzednim miesiącu dodatnią dynamikę roczną odnotowano w 24 spośród 34 sekcji. Po odsezonowaniu wzrost produkcji wyniósł 6,2% wobec 6,8% r/r w listopadzie. Dynamika miesięczna wskaźnika odsezonowanego obniżyła się jednak na terytorium ujemnie i wyniosła -2,8%. Stoi to w wyraźnej sprzeczności z publikacją wcześniejszego (odsezonowanego) wskaźnika PMI. Co więcej, odsezonowana dynamika miesięczna wyraźnie odbiega od notowanego ostatnio wzrostowego trendu. Jako że nie odnotowaliśmy żadnych sygnałów jego zmiany (niemal stale rosnące wskaźniki koniunktury GUS), słabszy wynik produkcji sprzedanej w grudniu może być wynikiem czynników jednorazowych, nie objętych poprawką sezonową. Podstawowym podejrzanym pozostaje tu grafik urlopów w grudniu, który – podobnie jak w poprzednim roku – mógł zostać bardziej niż zwykle wykorzystany przez przedsiębiorstwa w obliczu wciąż niskiego wykorzystania mocy produkcyjnych. Inną hipotezą są warunki pogodowe, pośrednio wpływające na wyniki przetwórstwa przemysłowego przez wyraźnie słabszą dynamikę produkcji budowlano-montażowej (3,1% wobec oczekiwań na poziomie 7,9%). Prawdziwy (czytaj – wyraźnie rosnący) trend produkcji przemysłowej zostanie prawdopodobnie potwierdzony w styczniu bądź w lutym (jeśli potwierdzi się nasza hipoteza anomalie pogodowe mogą również w styczniu roku zebrać swoje żniwo). Oceniamy, że spory wpływ na lepsze polskie dane będzie mieć ożywienie obserwowane w niemieckim przemyśle (także w zakresie realizowanych z opóźnieniem nowych zamówień). W kolejnych miesiącach także wpływ niskiej bazy z przełomu 2008 i 2009 roku (początek spowolnienia) będzie silnie oddziaływał na roczny wskaźnik produkcji.

Kolejny miesiąc z wyższą dynamiką sprzedaży detalicznej

W grudniu sprzedaż detaliczna wzrosła o 7,2% r/r wobec 6,3% r/r zanotowanych w listopadzie. Sprzedaż w ujęciu realnym wzrosła do 4,1% r/r z 3,9%. Na grudniowym odczycie zaważył przede wszystkim pozytywny efekt dni roboczych (+1 w ujęciu rocznym), efekt niskiej bazy statystycznej oraz poprawiający się trend sprzedaży detalicznej. W grudniu dynamika bazowej części koszyka sprzedaży utrzymała się na podobnym poziomie co w listopadzie (6,4% r/r wobec 6,2%). Wzrosła dynamika sprzedaży w kategorii pozostałe (m.in. supermarkety budowlane) oraz odzieży i obuwiu. Potwierdziły się nasze oczekiwania co do spadku dynamiki sprzedaży samochodów (3,9% r/r wobec 8,2% r/r w listopadzie). Z uwagi na kończącą się



realizację zakupów związanych z ulgami podatkowymi za granicą (głównie w Niemczech) należy oczekiwać dalszych spadków dynamiki w tej kategorii. Niemniej jednak silne efekty bazowe z ubiegłego roku (początek spowolnienia gosp.) umożliwią wzrosty sprzedaży detalicznej na poziomie 5+ w najbliższych miesiącach. Co do dłuższej perspektywy nadal oczekujemy, że sprzedaż detaliczna będzie wykazywała trend wzrostowy. Wśród czynników fundamentalnych na stopniowej poprawie sprzedaży ważyć będzie przede wszystkim stabilizacja sytuacji na rynku pracy (ostatni wzrost stopy bezrobocia okazał się po raz kolejny niższy od sezonowego wzorca). Oceniamy, że efekt ten – przekładający się na zaufanie konsumentów – będzie silniejszy niż spowolnienie dynamiki funduszu płac (które zresztą jest o wiele bardziej łagodne niż w okresie poprzedniego spowolnienia gospodarczego).

Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa	Cena bieżąca	Data wydania	Cena w dniu wydania	P/E 2009
AB	Kupuj	15,13	14,15	2009-08-06	11,55	11,3
ACTION	Kupuj	18,49	16,70	2009-12-22	15,98	9,6
AGORA	Kupuj	23,70	21,00	2009-11-13	19,75	31,5
ASBIS	Trzymaj	4,23	4,56	2010-02-03	4,56	
ASSECO POLAND	Kupuj	71,90	59,00	2009-11-19	57,30	12,1
BUDIMEX	Akumuluj	82,50	74,20	2010-01-06	75,75	10,8
BZWBK	Trzymaj	195,40	180,20	2010-01-19	190,00	16,2
CENTRUM KLIMA	Kupuj	15,10	12,47	2009-11-06	11,50	15,9
CEZ	Trzymaj	140,60	140,80	2009-11-04	143,80	8,9
CIECH	Trzymaj	39,90	29,99	2009-12-03	37,49	
CYFROWY POLSAT	Trzymaj	14,90	14,90	2010-02-03	14,90	18,1
DOM DEVELOPMENT	Kupuj	50,10	41,40	2010-02-03	41,40	13,0
ELEKTROBUDOWA	Trzymaj	169,30	168,00	2009-12-04	170,00	14,9
EMPERIA HOLDING	Trzymaj	70,30	88,50	2009-09-04	72,30	18,8
ERBUD	Trzymaj	53,50	51,80	2010-02-03	51,80	15,0
EUROCASH	Trzymaj	9,90	16,90	2009-05-06	9,81	22,4
GETIN	Kupuj	10,20	9,05	2010-01-19	8,80	23,7
HANDLOWY	Kupuj	90,30	74,15	2010-01-19	73,55	16,9
ING BSK	Akumuluj	811,60	695,00	2010-01-19	739,00	14,5
J.W. CONSTRUCTION	Kupuj	14,00	11,75	2009-12-02	11,26	6,6
KĘTY	Trzymaj	115,40	118,90	2009-11-05	106,80	15,7
KGHM	Redukuj	90,40	100,00	2009-12-01	107,80	9,2
KOMPUTRONIK	Trzymaj	11,56	9,88	2009-12-08	11,39	37,5
KREDYT BANK	Akumuluj	15,30	13,95	2010-01-19	14,10	90,3
LOTOS	Redukuj	26,60	28,10	2009-12-01	31,94	4,8
LW BOGDANKA	Trzymaj	80,10	77,00	2010-02-03	77,00	12,8
MILLENNIUM	Trzymaj	4,33	4,20	2010-01-19	4,49	
MONDI	Trzymaj	56,00	74,50	2009-09-03	51,00	58,3
MOSTOSTAL WARSZAWA	Kupuj	79,60	62,50	2009-12-02	68,00	12,4
NETIA	Trzymaj	4,30	4,64	2009-11-06	4,36	
PBG	Trzymaj	212,00	209,10	2009-11-12	218,50	14,7
PEKAO	Trzymaj	181,50	168,00	2010-01-19	176,00	18,4
PGE	Kupuj	27,49	23,25	2009-11-04	23,00	11,9
PGNiG	Akumuluj	4,11	3,78	2009-11-13	3,73	26,8
PKN ORLEN	Akumuluj	38,20	34,20	2010-02-03	34,20	10,0
PKO BP	Trzymaj	39,60	39,00	2010-01-19	38,90	21,1
POLICE	Redukuj	5,50	5,85	2010-02-03	5,85	
POLIMEX MOSTOSTAL	Trzymaj	4,50	4,40	2010-02-03	4,40	13,2
POLNORD	Kupuj	46,80	33,20	2009-12-15	31,77	12,3
RAFAKO	Akumuluj	11,60	11,14	2010-02-03	11,14	23,6
SYGNITY	Kupuj	18,10	12,95	2009-12-15	14,15	
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Akumuluj	19,20	15,85	2009-10-30	17,58	14,7
TRAKCJA POLSKA	Trzymaj	4,20	4,03	2010-01-06	4,10	9,8
TVN	Kupuj	14,60	14,00	2009-12-02	12,55	25,2
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	Trzymaj	82,20	85,00	2010-01-06	84,50	
UNIBEP	Akumuluj	6,60	6,17	2010-02-03	6,17	11,4
WSiP	Trzymaj	17,20	16,36	2009-09-03	16,61	13,3
ZA PUŁAWY	Trzymaj	72,05	73,00	2010-01-06	80,90	20,6

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
BUDIMEX	Akumuluj	Trzymaj	82,50	2010-01-06
BZWBK	Trzymaj	Trzymaj	195,40	2010-01-19
ERBUD	Akumuluj	Trzymaj	53,50	2010-01-06
GETIN	Kupuj	Akumuluj	10,20	2010-01-19
HANDLOWY	Kupuj	Trzymaj	90,30	2010-01-19
ING BSK	Akumuluj	Trzymaj	811,60	2010-01-19
KREDYT BANK	Akumuluj	Trzymaj	15,30	2010-01-19
MILLENNIUM	Trzymaj	Akumuluj	4,33	2010-01-19
PEKAO	Trzymaj	Redukuj	181,50	2010-01-19
PKO BP	Trzymaj	Redukuj	39,60	2010-01-19
POLIMEX MOSTOSTAL	Akumuluj	Kupuj	4,50	2010-01-06
TRAKCJA POLSKA	Trzymaj	Akumuluj	4,20	2010-01-06
ULMA CONSTRUCCION PL	Trzymaj	Akumuluj	82,20	2010-01-06
UNIBEP	Kupuj	Trzymaj	6,60	2010-01-06
ZA PUŁAWY	Trzymaj	Akumuluj	72,05	2010-01-06

Zmiany rekomendacji w Przeglądzie Miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
ASBIS	Trzymaj	Akumuluj	4,23	2010-02-03
CYFROWY POLSAT	Trzymaj	Akumuluj	14,90	2010-02-03
DOM DEVELOPMENT	Kupuj	Akumuluj	50,10	2010-02-03
ERBUD	Trzymaj	Akumuluj	53,50	2010-02-03
LW BOGDANKA	Trzymaj	Kupuj	80,10	2010-02-03
PKN ORLEN	Akumuluj	Kupuj	38,20	2010-02-03
POLICE	Redukuj	Trzymaj	5,50	2010-02-03
POLIMEX MOSTOSTAL	Trzymaj	Akumuluj	4,50	2010-02-03
RAFAKO	Akumuluj	Kupuj	11,60	2010-02-03
UNIBEP	Akumuluj	Kupuj	6,60	2010-02-03

Statystyka rekomendacji

Wszystkie						Dla emitentów związanych z DI BRE Bankiem S.A.				
Statystyka	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
liczba	0	3	23	8	14	0	0	9	2	7
procent	0,0%	6,3%	47,9%	16,7%	29,2%	0,0%	0,0%	50,0%	11,1%	38,9%

Banki

Pengab wzrósł o 3,3 pkt m/m do 30,4 pkt w styczniu

Wskaźnik koniunktury bankowej Pengab wzrósł w styczniu o 3,3 pkt m/m do 30,4 pkt. Rok temu wskaźnik był na poziomie 22,8 pkt. Skumulowany wskaźnik ocen wyniósł w styczniu 26,8 pkt i był wyższy o 6,4 pkt wobec grudnia, natomiast skumulowany wskaźnik prognoz wzrósł o 0,3 pkt do 34,1 pkt. Nastąpiło m.in. osłabienie akcji kredytowej, szczególnie silne w przypadku kredytów dla firm oraz kredytów mieszkaniowych. Nieznaczne ożywienie utrzymało się na rynku kredytów konsumenckich oraz kredytów dewizowych. Znaleźliśmy się w terytorium ponad 30 pkt. Jesteśmy w trendzie wzrostowym już od paru dobrych miesięcy. Często zdarza się jednak, że odnotowujemy styczniowy wzrost wskaźnika po spadkach w grudniu. W tym roku oczekujemy wzrostu średniego poziomu Pengab. Średnia za ubiegły rok wyniosła 19,4.

KNF ocenia, że dynamika akcji kredytowej w '10 będzie wyższa niż w '09

Komisja Nadzoru Finansowego oczekuje, że dynamika akcji kredytowej sektora bankowego będzie w 2010 roku wyższa niż w 2009 roku. Uważamy, że będzie ona zbliżona do poziomów ubiegłorocznych, co nie oznacza spadku sprzedaży kredytów (na tempo przyrostu portfela w skali całego roku będzie miało również wpływ zachowanie się złotówki). Uważamy, że kredyty wzrosną o około 7%.

Banki w '10 poprawią wyniki, będą zawiązywały niższe rezerwy - KNF

Komisja Nadzoru Finansowego spodziewa się, że 4Q09 roku niektóre banki komercyjne miały stratę. Komisja ocenia, że w 2010 roku banki poprawią wyniki finansowe, a saldo zawiązywanych rezerw będzie niższe niż w 2009 roku. Spadek będzie wynikał m.in. z wysokiej bazy odniesienia (m.in. rezerwy na opcje czy też nadzwyczajne przeglądy portfelu tj. w przypadku Millennium w 3Q09 czy zapowiedzianemu przez Kredyt Bank przeglądowi portfela kredytów konsumpcyjnych w 4Q09). Uważamy jednak, że dopiero rok 2011 przyniesie w sektorze istotny spadek kosztów ryzyka. Również oczekujemy wzrostu zysku sektora w tym roku. Naszym zdaniem największym czynnikiem będą przychody (odbudowa wyniku odsetkowego, poprawiający się wynik prowizyjny).

Podaż pieniądza w grudniu 2009

Podaż pieniądza (M3) wzrosła o 8,1% R/R na koniec 2009 roku (oczekiwania +6,6% R/R). W grudniu mieliśmy do czynienia z bardzo dynamicznym przyrostem portfela depozytów w sektorze. Wzrósł on aż o 18,5 mld PLN m/m. Wzrost oparty był na gospodarstwach domowych (+12,7 mld PLN m/m) i przedsiębiorstwach (+10,8 mld PLN), przy spadającym portfelu oszczędności pozostałych segmentów (łącznie -5 mld PLN, z czego -3,4 mld PLN instytucje samorządowe). Portfel depozytów wzrósł o 10% R/R (gospodarstwa domowe +15% R/R, przedsiębiorstwa +10% R/R, pozostałe -12% R/R). Bardzo wysoka dynamika przyrostu depozytów gospodarstw domowych to efekt premii rocznych (w ub.r. ze względu na podatek przesuniętej na styczeń oraz wcześniejszych dopłat unijnych wypłaconych rolnikom). Po stronie kredytów nie było większych zaskoczeń. Portfel kredytów wzrósł o 8,6% R/R, napędzany przez portfel gospodarstw domowych (+12% R/R), przy spadającym portfelu kredytów przedsiębiorstw (-3,4% R/R) i bardzo dynamicznym przyroście pozostałych segmentów (+43% R/R, wzrost zadłużenia FUS o 3,8 mld PLN, instytucji samorządowych o 8,7 mld PLN i niemonetarnych instytucji finansowych o 6,3 mld PLN w ciągu roku). W relacji do końca listopada portfel kredytów zwiększył się w bardzo umiarkowany sposób, bo o 2,4 mld PLN (GD +2,9 mld PLN m/m, przedsiębiorstwa -4,6 mld PLN m/m, niemonetarne instytucje finansowe +1,1 mld PLN, instytucje samorządowe +4,3 mld PLN, FUS -1,4 mld PLN). Relacja kredyty/depozyty spadła do 113% ze 116% w listopadzie. Dobre dane w zakresie depozytów. Uważamy, że część ze wzrostu zostanie zniwelowana w kolejnych miesiącach (zmiany miesięczne w samorządach wskazujące na spadek depozytów i jednocześnie wzrost portfela kredytów). W przypadku przedsiębiorstw widać, że czwarty kwartał przyniósł poprawę ich kondycji i spółki zaczęły gromadzić gotówkę, jednocześnie ograniczając kredyty. Jest to zgodne z naszymi oczekiwaniami na 2010 rok, jednak zmiany te występują wcześniej niż oczekiwaliśmy. Oczekujemy bardzo dynamicznego wzrostu portfela depozytów w przedsiębiorstwach przy niskim wolumenie wzrostu kredytów w 2010 roku.

Portfel kredytów na nieruchomości na koniec grudnia 2009

Kredyty na nieruchomości w segmencie gospodarstw domowych sięgnęły poziomu 221,6 mld PLN i wzrosły o 12% R/R. Kredyty walutowe stanowiły prawie 64% kredytów ogółem i wzrosły o 4,5% R/R, podczas gdy kredyty w złotówkach wzrosły o 28% R/R. Efekt rewaluacji waluty był niewielki, gdyż złotówka umocniła się względem franka (główna waluta kredytów hipotecznych) o 1,3% R/R. Po wyłączeniu efektu rewaluacji na 64% portfela, przyrost byłby o niespełna 1 pp. wyższy. Nasze szacunki wskazują, że grudniowa sprzedaż kredytów była bardzo zbliżona do listopadowej (ponad 3,5 mld PLN), ale jednocześnie niższa niż we wrześniu i październiku ub.r. (uważamy, że były to najlepsze miesiące w minionym roku). Uważamy, że udział sprzedaży kredytów walutowych w 2009 roku nieznacznie przekroczył 30%, przy czym w pierwszej

połowie udział w sprzedaży był wyższy (efekt uruchomień wcześniej podpisanych umów). Naszym zdaniem udział kredytów walutowych w sprzedaży pozostanie na poziomie 30% również w tym roku. Szacujemy, że sprzedaż w ubiegłym roku wyniosła około 40 mld PLN. W tym roku oczekujemy sprzedaży na poziomie 45 – 48 mld PLN, z czego ok. 70% zostanie zrealizowanych w PLN. Wzrost portfela kredytów hipotecznych w PLN sięgnie w takim scenariuszu około 25 – 27%, a kredytów w FX 6 – 7% (bez wpływu efektu umocnienia złotych). Portfel ogółem wzrośnie 13 – 14%, jednak spowalniająco na niego będzie oddziaływał efekt umocnienia waluty.

Portfel należności nieregularnych w sektorze

Wskaźnik kredytów nieregularnych do kredytów ogółem wzrósł na koniec grudnia 2009 do poziomu 7,6% (7,3% na koniec listopada'09 oraz 4,4% na koniec grudnia'08). Złożył się na to wzrost w segmencie gospodarstw domowych do poziomu 5,4% (5,3% w listopadzie'09 i 3,5% w grudniu'08) oraz wzrost w segmencie przedsiębiorstw do 11,8% (11,1% na koniec listopada'09 i 6% na koniec grudnia'08). W grudniu przyrost należności nieregularnych w segmencie gospodarstw domowych sięgnął 985 mln PLN, a w przedsiębiorstwach 965 mln PLN. W skali całego roku przyrost wyniósł prawie 22 mld PLN (12,2 mld PLN przedsiębiorstwa, 9,6 mld PLN gospodarstwa domowe). Przyrost w grudniu był zgodny z naszymi oczekiwaniami nominalnego przyrostu należności nieregularnych. Jednak ze względu na uwzględnienie w segmencie przedsiębiorstw większego portfela kredytów ogółem, zakładaliśmy że wskaźnik w tym segmencie będzie niższy. Dane nie mają istotnego wpływu na naszą ocenę perspektyw dalszego wzrostu niespłacanych należności. Uważamy, że wskaźnik ten osiągnie poziom około 9% na koniec 2010 roku, a koszty ryzyka w bankach pokrywanych sięgną średnio 1,3% kredytów netto.

Kredyty mieszkaniowe w programie „Rodzina na Swoim”

BGK szacuje, że w 2010 roku banki udzielać o 40% więcej kredytów z dopłatą niż w rekordowym 2009 roku. Ale bardzo prawdopodobne, że od kwietnia zmniejszą się limity cen nieruchomości, umożliwiające skorzystanie z programu „Rodzina na Swoim”. W 2009 roku udzielono 31 tys. kredytów na łączną kwotę 5,417 mld PLN, co oznacza, że od BGK oczekujemy 7,5 mld PLN kredytów udzielonych w ramach programu w 2010 roku. Do 20 stycznia wartość takich kredytów sięgnęła 202 mln PLN (dwa razy więcej niż w tym samym okresie rok temu). Czekamy na efekty działań. Oczekujemy, że w tym roku zostanie sprzedanych 45 – 48 mld PLN kredytów hipotecznych.

Depozyty gospodarstw domowych

Ciekawie prezentuje się struktura przyrostu depozytów gospodarstw domowych o ponad 12 mld PLN w grudniu 2009 (dane ogólne dostępne w podaży pieniądza M3). Większość środków trafiła na depozyty bieżące (wzrost o 9,9 mld PLN), reszta na depozyty. W depozytach terminowych największym powodzeniem cieszyły się depozyty o zapadalności 3 – 6 miesięcy (+4,2 mld PLN m/m) oraz bardzo krótkie do 1 miesiąca (+1 mld PLN), podczas gdy mało saldo depozytów 1 – 3 miesiące (-1,2 mld PLN) oraz tych na okres 6 – 12 miesięcy (-1,1 mld PLN). Tak jak pisano przy okazji publikacji danych o M3, bardzo wysoki przyrost depozytów gospodarstw domowych w grudniu był efektem m.in. czynników jednorazowych (premie, dopłaty unijne dla rolników). W pierwszym momencie trafiły one na rachunki bieżące, więc w kolejnych miesiącach należy oczekiwać ich przesunięcia. Im mniejsza skala przesunięcia, tym korzystniej dla banków rysuje się koszt finansowania, jednak uważamy, że większość z nich trafi na depozyty lub inne formy oszczędzania.

Zażarta walka o segment MSP

Bank Millennium i Kredyt Bank zamierzają mocniej powalczyć o segment MSP. Millennium liczy na powtórkę sukcesu bankowości detalicznej, Kredyt Bank stawia na mobilnych doradców i kredyty w 24 godziny. Tutaj toczyć się będzie najbardziej zażarta walka o udziały rynkowe. Dla banków segment ten jest atrakcyjny ze względu na mniejszą wartość pojedynczego kredytu i jednocześnie szansę na osiągnięcie wyższej marży. Istnieje również szansa, że taki klient skorzysta z innych produktów. Zaczyna niepokoić nas tak duże zainteresowanie segmentem MSP. Jest on nie tylko na celownikach Millennium i Kredyt Banku, ale również BZ WBK zgłaszał chęć wzrostu szybszego niż rynek w tym obszarze, PKO BP ewidentnie zainteresowany jest wzrostem udziałów rynkowych w przedsiębiorstwach, nawet małe niszowe banki tj. Bank Pocztowy stawiają MSP jako jeden z filarów planu na 2010 rok. Jednocześnie uważamy, że przedsiębiorstwa po okresie restrukturyzacji i dostosowania działalności do trudniejszych warunków makroekonomicznych, nie będą agresywnie się zadłużać. Uważamy, że pierwsza faza ożywienia może przejść przy niskich dynamikach wzrostu zadłużenia (bezkredytowa). W tym momencie wszyscy chętni będą walczyć o ten sam kawałek tortu, co doprowadzi do spadku marż.

KNF rozważa objęcie programem naprawczym kilku banków

Komisja ocenia, że 2010 rok będzie rokiem przekształceń własnościowych w sektorze. Według przedstawiciela komisji zmiany właścicielskie są bardziej prawdopodobne wśród mniejszych

banków. Nie podejmujemy się zgadywania, czy wśród tej grupy są banki giełdowe. Jak na razie tylko BPH zostało objęte takim programem. Bankiem, który po trzech kwartałach ma stratę, jest Millennium, jednak obecnie trwa emisja akcji. Zgadza się z opinią regulatora. Transakcje te będą sprzyjały konsolidacji w branży, szczególnie mniejszych graczy. Uważamy, że nie można wykluczyć zmian właścicielskich wśród graczy giełdowych, jednak w dalszym ciągu są one bardzo mało prawdopodobne.

Leasing spadł o 30% w 2009

Spółki zrzeszone w Związku Polskiego Leasingu udzieliły finansowania o wartości 23 mld PLN w 2009 roku (-30% R/R). Finansowanie nieruchomości spadło o 37% R/R do 2 mld PLN, ruchomości (pojazdy i maszyny) o 29% R/R do 20,9 mld PLN. Zdaniem prezesa EFL spadek to efekt tego, że klientami są głównie firmy segmentu MSP, a ten najmocniej odczuł skutki spowolnienia. Udział leasingu w finansowaniu inwestycji wyniósł wg. szacunków 10,5%. To oznacza spadek, gdyż w szczycie sięgał nawet 17%. Średnia europejska wynosi 12 – 14%. Firmy leasingowe szacują, że w tym roku odnotują wzrost o około 8% do 25 mld PLN. Zgodne z oczekiwaniami. Portfel należności z tytułu leasingu spadł znacznie mniej.

GUS: Wynik netto sektora bankowego spadł o 44,6% R/R w I-IX 2009 r.

Według wstępnych wyników, wynik netto banków wyniósł 7,01 mld PLN w okresie styczeń-wrzesień 2009 roku i był niższy o 44,6% w porównaniu z analogicznym okresem 2008 roku. Zysk finansowy netto ukształtował się na poziomie 8,21 mld PLN, a strata netto sięgnęła 1,21 mld PLN. Zysk brutto spadł do 10,03 mld PLN, a strata brutto sięgnęła 1,44 mld PLN. Dane historyczne, wcześniej podawane przez KNF.

BIK udostępnił w XII '09 1,45 mln raportów; wzrost o 11,6% R/R

W czwartym kwartale 2009 roku udostępniono 4,41 mln takich raportów (+10,1% R/R). W całym 2009 roku udostępniono 17,07 mln raportów (+10,8% R/R). W 2009 roku udostępniono także 11,37 mln raportów monitorujących, podczas gdy w 2008 roku 4,47 mln. Łącznie w 2009 roku udostępniono 28,44 mln raportów kredytowych (+43% R/R). Wzrost liczby raportów jest spójny z przyrostem portfela należności od gospodarstw domowych (+11,8% YTD na koniec listopada).

Banki chcą sekurytyzować należności nieregularne

Banki chcą w tym roku sprzedawać portfele kredytów nieregularnych. Dzięki temu obniżą poziom rezerw, a w niektórych przypadkach osiągną nawet zyski. Z informacji *Parkietu* wynika, że PKO BP czeka na oferty inwestorów w sprawie sprzedaży portfela kredytów detalicznych o wartości 500 – 600 mln PLN. Bank może również w tym roku sprzedawać kolejne pakiety należności. Sprzedaż portfeli kredytowych ma również w planach BZ WBK, BGŻ, ING BSK czy BPH. Sprzedaż kredytów poprawia płynność finansową, daje możliwość uwolnienia rezerw, zwiększa wydajność windykacji w banku, możliwe jest również osiągnięcie zysku w przypadku sprzedaży niektórych portfeli. Zgodne z oczekiwaniami. Pozytywna informacja dla banków, jednak nie oczekiwaliśmy aby zyski ze sprzedaży miały materialny wpływ na wyniki. Uważamy, że cykl tworzenia rezerw (szczególnie w segmencie detalicznym) jeszcze trwa i banki wykorzystają ewentualny potencjał do rozwiązywania rezerw na ograniczenie skali rezerw ogółem. Barierą pozostają jednak ciągle kwestie podatkowe.

Nowa ustawa o kredycie konsumenckim

Rząd przyjął założenia dla nowej ustawy o kredycie konsumenckim. Nowe zapisy będą m.in. dawały klientom dłuższy okres odstąpienia od umowy (zostanie wydłużony do 14 dni) oraz zostanie podwyższona maksymalna kwota kredytu objętego zapisami ustawy z 80 tys. PLN do 75 tys. EUR. Nowe zapisy ustawy o kredycie konsumenckim nie będą miały większego wpływu na działalność banków.

NBP i SBC z końcem 01.2010 przestaną udostępniać finansowanie w CHF

W komunikacie Szwajcarski Bank Centralny potwierdził, że współpracę z Narodowym Bankiem Polskim w tym zakresie zakończy z końcem stycznia. Początkowo franki z NBP były dosyć chętnie wykorzystywane przez banki komercyjne, które pożyczaly co tydzień kilkaset milionów CHF. Ostatnio było to już ok. 50 mln CHF. Nie ma to materialnego wpływu na sytuację banków w obecnej chwili.

Rosnąca konkurencja o kredyty dla samorządów

Duży popyt na kredyt ze strony samorządów w połączeniu z wyższymi marżami i małym ryzykiem stanowią bardzo atrakcyjny obszar dla banków, które chętnie stają do przetargów o kredyty dla gmin czy miast. Jednocześnie sytuacja taka powoduje, że firmy są wypychane z rynku kredytowego. Popyt na finansowanie ze strony samorządów jest i będzie ogromny. Tylko w ramach perspektywy finansowej UE 2007 – 2013 ma być ich kilkadziesiąt miliardów EUR. Dodatkowo pod uwagę wziąć należy te związane z organizacją Euro 2012. Kredyty dla samorządów cechują się wyższą jakością i są mniej kapitałochłonne. W poszczególnych przetargach widać zwiększone zainteresowanie ze strony banków. W listopadzie ub.r. w przetargu na kredyt o wartości prawie 40 mln PLN dla Poznania wzięło udział sześć banków.

Marże wahały się od 1,09% do 1,4%. Jest to bardzo atrakcyjny obszar i choć marże są wciąż atrakcyjne w porównaniu do tych sprzed kryzysu, już widać ich spadek. W ub.r. na skutek wzrostu kosztu finansowania i napiętej sytuacji płynnościowej, sięgały one 200 pb. (w niektórych przypadkach nawet wyżej). Rzeczywiście kredyty dla samorządów mogą wypchnąć część popytu na kredyt ze strony przedsiębiorstw. Jednak naszym zdaniem w tym roku nie należy oczekiwać, że popyt ten będzie wysoki. Obserwujemy niskie poziomy wykorzystania mocy produkcyjnych, wciąż mamy do czynienia z istotnym bilansem ryzyk po stronie gospodarki, więc przedsiębiorstwa nie będą naszym zdaniem źródłem istotnego popytu na kredyt.

Bank Pocztowy – plany rozwoju

Strategia rozwoju na lata 2010 – 2013 jest już na ukończeniu. Jeden z wariantów rozwoju sytuacji zakłada nawet debiut na GPW i pozyskanie kilkudziesięciu milionów złotych z rynku w 2H'11. Plan na 2010 roku zakłada około 14 mln PLN zysku netto (podobnie jak w 2009 roku). Bank w dalszym ciągu stawia na podstawowe, proste produkty bankowe. Chce pozyskać 156 tys. nowych klientów detalicznych (obecnie ma 490 tys. klientów detalicznych) oraz 900 nowych z segmentu MSP. Na koniec 2010 portfel kredytów ma sięgnąć 2,9 mld PLN (+53% R/R), a saldo depozytów 3,7 mld PLN (+37% R/R). 59% przychodów ma pochodzić z segmentu detalicznego, 29% z MSP, a reszta z usług rozliczeniowych. Mały niszowy bank, który z sukcesem rozpycha się na rynku prostych usług bankowych. Biorąc pod uwagę potencjał sieci, mógłby rozwijać się w dość szybkim tempie przez kolejne kilka lat, jednak barierą są kapitały.

B. Pocztowy w 2009 r. podwoił saldo kredytów detalicznych do ponad 1 mld PLN

Saldo kredytów detalicznych Banku Pocztowego pod koniec 2009 roku przekroczyło 1 mld PLN i w porównaniu z 2008 rokiem wzrosło o ponad 520 mln PLN. Saldo kredytów hipotecznych na koniec grudnia 2009 roku wynosiło blisko 479 mln PLN, podczas gdy rok wcześniej ponad 166 mln PLN. Duży udział w tym miał program „Rodzina na Swoim”, którego saldo na koniec roku wynosiło 255 mln PLN. Łączna wartość kredytów udzielonych klientom instytucjonalnym wyniosła 536 mln PLN (wzrost o 288,6 mln PLN). Średnie saldo kredytów korporacyjnych wyniosło 730,5 mln PLN (+332,7 mln PLN R/R). Saldo depozytów detalicznych ogółem wyniosło 1,3 mld PLN (wzrost o ponad 300 mln PLN R/R). W 2009 r. liczba klientów detalicznych korzystających z usług Banku Pocztowego wzrosła o ponad 105 tys. i przekroczyła 490 tys. osób. Na koniec 2009 r. obsługiwał także blisko 13 tys. klientów z obszaru korporacyjnego. Bank Pocztowy zaliczył bardzo udany ubiegły rok, ale dalej pozostaje niewielką niszową instytucją, choć jego zasięg i sieć dystrybucji umożliwia mu znacznie szerszą skalę działania.

Skarb Państwa zastanawia się jak sprywatyzować BGŻ

Skarb Państwa zastanawia się nad sposobem prywatyzacji BGŻ. Skarb Państwa ma 37,26% udziałów w banku. Drugim największym inwestorem jest Rabobank (59% udziałów). W grę wchodzi sprzedaż na rzecz największego inwestora, sprzedaż poprzez giełdę, lub do innego inwestora. Od dłuższego czasu wiemy, że BGŻ ma zostać sprywatyzowany. Najbardziej prawdopodobnym scenariuszem w naszej opinii jest sprzedaż pakietu do Rabobank.

Fitch: Polskie banki zachowują się lepiej, niż banki w regionie

Polskie banki w 2009 roku poradziły sobie lepiej, niż ich konkurenci w regionie Europy Środkowo-Wschodniej. Są też lepiej przygotowane do osiągania wzrostu w sytuacji ożywienia gospodarki, ocenia agencja ratingowa Fitch. Sytuację tą przypisują mniejszym nierównowagom w systemie, mniejszemu wzrostowi portfela kredytów. Problemem w opinii agencji pozostają kredyty walutowe oraz relacja kredyty/depozyty. Jednocześnie wskazuje, że te problemy wymagają większej uwagi w innych krajach. Jakość kapitałów (wzrost współczynnika wypłacalności po zatrzymaniu zysków za 2008 rok), jest sygnałem, że sektor pozostaje zyskowny, pomimo wzrostu kosztów ryzyka. Fitch ocenia, że widać już oznaki spowolnienia przyrostu kredytów w sytuacji nieregularnej i w rezultacie szczyt zostanie osiągnięty w 2010 r. Wskazano na zrepozycjonowanie działalności, zmianę podejścia do ryzyka kredytowego, dywersyfikację źródeł finansowania i efektywne zarządzanie kosztami operacyjnymi. Te kroki pomogły w absorbowaniu strat. To w połączeniu z akumulacją kapitałów pozwoliło zmniejszyć presję na obniżki ratingów. Ich zdaniem płynność w sektorze jest obecnie satysfakcjonująca, jakkolwiek rozłożona nierównomiernie i podlegająca ruchom kursów walutowych. Zgadza się z opinią, jednak opisuje ona rok ubiegły i została zdyskontowana przez rynek.

400 mln PLN k. hipotecznych, 2 mld PLN kredytów dla firm w Fortis Banku

Fortis Bank Polska przeznaczy 2 mld PLN na finansowanie korporacji i firm. Celem na 2010 rok jest także sprzedaż kredytów hipotecznych o wartości 400 mln PLN i pozyskanie kilkudziesięciu tysięcy klientów detalicznych, poinformowali przedstawiciele Fortis Banku i BNP Paribas. Celem na ten rok jest obsługa ok. 2 tys. firm, zarówno lokalnych przedsiębiorstw i korporacji średniej wielkości, jak i grup międzynarodowych przez ok. 50 doradców w sieci 8 centrów biznesowych. Bank liczy także na obsługę podmiotów o rocznych obrotach powyżej 0,5 mln PLN. Fortis Bank chce być bankiem pierwszego wyboru dla klientów detalicznych. W tym roku zamierza zwiększyć liczbę klientów detalicznych do ok. 400 tys. z 350 tys. obecnie. Coraz większa liczba

banków prezentuje strategię na kolejne kilka lat. W ostatnim okresie zrobili to już: Millennium, Handlowy, Getin. Wiemy, że PKO BP jest w trakcie tworzenia strategii, a w związku ze zmianą na stanowisku prezesa oraz spekulacjami o modyfikacji systemu zarządzania, podobne oczekiwania kierowane są w stronę Pekao.

BPH – J. Wancer odchodzi na emeryturę

Prezes Banku BPH Józef Wancer chce w drugiej połowie roku przejść na emeryturę. W komunikacie napisano, że Prezes Wancer uznał, że przeprowadzona z końcem 2009 r. fuzja prawna BPH i GE Money Banku oraz planowane zakończenie w połowie bieżącego roku integracji operacyjnej banków, wieńczą jego ponad 10-letni okres zarządzania Bankiem BPH. Jednocześnie Rada Nadzorcza postanowiła uruchomić proces rekrutacji następcy Prezesa Wancera, poszukując najwyższej klasy lidera z polskiego rynku. Prezes odejdzie wraz z końcem kadencji obecnego zarządu (czerwiec 2010). Negatywna informacja dla banku. Prezes Wancer kierował bankiem od 10 lat, przeprowadził bank przez dwie fuzje.

BPH – Zmiany w składzie Zarządu

Pan Kazimierz Łabno złożył rezygnację z funkcji Członka Zarządu, Wiceprezesa odpowiedzialnego za Pion Operacji, Informatyki, Rozliczeń i Usług, z dniem 31 stycznia 2010 roku. Rada Nadzorcza powołała natomiast na wiceprezesa Richarda Gaskina, który będzie odpowiedzialny za Pion Strategii i Integracji (a także dodatkowe zadania operacyjne dotyczące działalności całego Banku) oraz Ronalda Jamesa Malaka, który będzie odpowiadał za Pion Operacji, Informatyki, Rozliczeń i Usług (warunkiem jest uzyskanie przez niego pozwolenie na pracę w Polsce). R. Gaskin rozpoczął karierę zawodową w GE w 1993 roku, po 13 latach pracy w Ford Credit w Wielkiej Brytanii i Irlandii. Ronald Malak objął stanowisko Prezesa Zarządu GE Money w Rumunii w 2007 roku kierując tym biznesem w czasie znaczących przekształceń. Bez większego wpływu na kurs. W ciągu najbliższych 6 miesięcy bank będzie prowadził końcowy etap fuzji operacyjnej. Uważamy, że w tym okresie bardziej skupi się na wewnętrznych procesach niż agresywnej ekspansji na zewnątrz. Dodatkowo presję na wyniki połączonego banku wywierać będzie portfel kredytów gotówkowych GEMB.

BPH – Połączenie ofert po fuzji

GEMB i BPH formalnie połączyły się 31 grudnia 2009. W ramach połączenia bank będzie ujednolicił numery rachunków. Numery zmienią się w przypadku dawnych klientów GEMB. Zmiany mają zostać wprowadzone nie wcześniej niż w przyszłym roku. Wszystkie umowy zawarte przed fuzją zarówno z Bankiem BPH, jak i GE Money Bankiem są ważne i nie wymagają sporządzenia aneksów. Jednak oferta dla nowych klientów jest kombinacją obu banków. Kredyty hipoteczne pochodzą z dotychczasowej oferty GEMB, z kolei konta osobiste pochodzą z oferty dawnego BPH. Bank oferuje również kredyty w CHF i EUR (do 80% LTV). Jednak uzyskanie kredytu hipotecznego w nowym BPH jest znacznie trudniejsze niż przed połączeniem, ze względu na wzrost wymogów kredytowych. Inne produkty również uległy modyfikacjom, łącząc ofertę obu banków sprzed fuzji (m.in. karty kredytowe). W momencie zakończenia trwania dotychczasowego produktu, klientowi zostanie zaoferowany nowy produkt. W ciągu kilku najbliższych miesięcy bank będzie również ujednolicił stopniowo sposób funkcjonowania placówek. Zgodne z oczekiwaniami. Sukces fuzji będzie zależał od sprawności przeprowadzenia tych operacji (skala pomyłek, braku dostępu do kont w momencie ich zmiany itd.). Na ocenę nowej oferty potrzebujemy więcej czasu. Nie sądzimy jednak, aby dotychczasowi klienci zrezygnowali w istotnej skali z usług BPH w momencie modyfikacji oferty.



BZ WBK (Trzymaj)

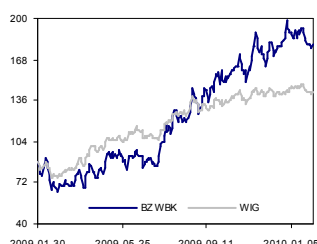
Cena bieżąca: 180,2 PLN Cena docelowa: 195,4 PLN

Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-01-19

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	1 286,7	1 635,1	27,1%	1 562,5	-4,4%	1 761,0	12,7%	Liczba akcji (mIn)	73,0
Marża odsetkowa	3,5%	3,3%		2,7%		3,0%		MC (cena bieżąca)	13 147,4
WNDB	2 940,6	3 190,0	8,5%	3 249,0	1,9%	3 467,7	6,7%	Free float	29,5%
Wynik operacyjny*	1 395,2	1 575,9	13,0%	1 618,1	2,7%	1 751,8	8,3%		
Zysk brutto	1 391,4	1 211,4	-12,9%	1 069,2	-11,7%	1 200,0	12,2%		
Zysk netto	954,7	855,4	-10,4%	812,1	-5,1%	875,7	7,8%		
ROE	23,0%	18,4%		15,2%		14,1%		Zmiana ceny: 1m	-4,4%
P/E	13,8	15,4		16,2		15,0		Zmiana ceny: 6m	45,3%
P/BV	3,0	2,7		2,3		2,0		Zmiana ceny: 12m	130,7%
D/PS	6,0	3,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	198,0
Dywid (%)	3,3	1,7		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	64,5

* przed kosztami rezerw



Sytuacja AIB będzie miała istotne przełożenie na tempo wzrostu BZ WBK. Wolumen kredytów wzrośnie o zaledwie 3,5% (rynek +7%), ze względu na duże zaangażowanie banku w segmencie korporacyjnym, a w szczególności w segmencie finansowania nieruchomości. Wolumeny detaliczne (niecałe 30% portfela) nie zniwelują ograniczonej ekspozycji na segment korporacyjny. Mimo to oczekujemy poprawy wyniku odsetkowego i prowizyjnego w banku, jednocześnie zakładając, że wynik handlowy znajdzie się pod presją. Wysoka baza odniesienia z 2009 roku (wynik netto w 2009 roku na poziomie 812 mln PLN oznacza spadek o zaledwie 5% R/R), uniemożliwi wykazanie istotnych dynamik wzrostu (zakładamy poprawę zysku o 8% w 2010 roku). Szybsze tempo poprawy rezultatów możliwe jest naszym zdaniem dopiero w 2011 roku, przy założeniu realizacji pozytywnych scenariuszy dla gospodarki. Bieżąca wycena banku (P/BV'10 2,0 przy założeniu zatrzymania całego zysku za lata 2009- 2010) dyskontuje już potencjał wzrostu wyników w 2010 roku. Zalecamy trzymanie akcji w portfelu. Uważamy jednak, że zdywersyfikowane źródła dochodu oraz dobre zarządzanie kosztami impregnują bank przed większymi wahaniami rezultatów (podobnie jak obroniły bank przed istotnym spadkiem zysku w roku ubiegłym). Zwiększanie ekspozycji zalecamy w przypadku korekty wyceny rynkowej.

Perspektywy na 2010 – wywiad z prezesem

W wywiadzie dla PAP prezes BZ WBK optymistycznie odnosił się do perspektyw wzrostu PKB w Polsce, oczekując, że może on osiągnąć nawet 3,5%. W tym kontekście bank zapowiada strategię „ostrożnego wzrostu”. Oczekuje, że kredyty ogółem w sektorze mogą wzrosnąć o około 10 – 12%, przy kredytach dla klientów indywidualnych rosnących o około 15% R/R i wzrostowi w segmencie przedsiębiorstw poniżej 5% R/R. Bank oczekuje dość wysokiego przyrostu kredytów hipotecznych (ok. 20% R/R) i wolniejszego przyrostu po stronie pozostałych kredytów detalicznych. Barrierami dla wzrostu tych drugich będzie m.in. wdrożenie Rekomendacji T (zapisy mają wejść w życie w połowie br.) oraz rezerwy, które mogą dać się we znaki sektorowi. Banki coraz mocniej będą wchodziły w cross selling. Kredyt hipoteczny mimo tego, że jest kapitał – i płynnościociekłony będzie istotnym produktem, zapewniającym rozsądne marże i niską szkodowość. Na tle rynku BZ WBK chce rosnąć w segmencie detalicznym w tempie dwucyfrowym, przy kilkuprocentowym wzroście w segmencie kredytów korporacyjnych. Dynamiki powyżej średnich rynkowych powinny być obserwowane w segmencie MSP oraz pozostałych kredytach detalicznych, przy dynamikach w kredytach hipotecznych na poziomach średnich rynkowych. Walutowe kredyty hipoteczne mają być produktem tylko dla wybranej grupy klientów. Kredyty w EUR zostały wprowadzone do oferty, ale bank szacuje, że ich łączny udział w sprzedaży nie przekroczy 30%. Łącznie portfel kredytów ma rosnąć dwucyfrowo, a motorem mają pozostać kredyty detaliczne. Przyrosty w zakresie depozytów uzależnione będą od poziomu cen na rynku. Jeśli wojna depozytowa będzie cały czas intensywna, bank liczy się ze wzrostem wskaźnika kredyty/depozyty (85% po 3Q09). Dynamika portfela w tym zakresie może nie być dwucyfrowa, ale powinna być bliska 10%. Wskaźnik kredyty/depozyty powinien wahać się w przedziale 80 – 95%. Bank „wygładza koszty ryzyka kredytowego”. W relacji do średniej z ostatnich 5 – 6 kwartałów, rezerwy powinny obniżyć się w drugiej połowie roku. Średniokwartalny poziom rezerw w b.r. nie powinien być wyższy niż w roku ubiegłym. Wskaźnik kredyty nieregularne/kredyty ogółem powinien rosnąć w sektorze, a bank powinien utrzymać swój wskaźnik poniżej średniej rynkowej, tak jak to jest obecnie. Bank planuje w tym roku powrócić, jednak bardzo ostrożnie, do planów otwierania nowych placówek (przede wszystkim franczyza, ale również kilkanaście własnych oddziałów). W sumie może powstać nawet 100 placówek partnerskich. W 2009 roku bank zakończył rebranding sieci Minibank na BZ WBK Partner (ma ich obecnie około 100). Bank nie planuje jednocześnie rebrandingu, gdyż rozpoznawalność marki istotnie wzrosła w ciągu ostatnich



dwóch lat. Bank chce również utrzymać dynamikę przychodów powyżej tempa wzrostu kosztów (spadające C/I). Bank zastanawia się nad wypłatą dywidendy i ma przed sobą rozmowy z KNF, jednak nawet jeśli się na nią zdecyduje, będzie ona niewielka. Celem jest utrzymanie współczynnika wypłacalności na poziomie powyżej 10% (12,16% po 3Q09). Uważamy, że w tym kontekście, poprawa zysków przez BZ WBK do poziomu 876 mln PLN (ROA 1,5%) jest w pełni osiągalna. Na tle naszych oczekiwań, bank jest bardziej optymistyczny w zakresie kredytów detalicznych (nasza prognoza +9% w sektorze). Nasze założenia dla BZ WBK nie przewidują tak wysokiego wzrostu w obszarze kredytów (oczekujemy +3,5% R/R). Uważamy, że bank będzie ograniczał ekspozycję na segment kredytów korporacyjnych (szczególnie w obszarze kredytów na nieruchomości). Kredyty korporacyjne stanowią prawie 72% portfela banku i jeśli wzrosty w tym obszarze nie przekroczą 5%, to osiągnięcie dwucyfrowego wzrostu portfela kredytów oznacza bardzo szybki wzrost w segmencie detalicznym. Jednocześnie oczekujemy, że depozyty wzrosną o 10% w 2010 roku, co jest w zgodzie z zapowiedziami prezesa. Oczekujemy, że wskaźnik kredyty/depozyty spadnie do poziomu 78%, jednak w kontekście zapowiedzi szybszego wzrostu portfela kredytów zapowiedzi utrzymania go na poziomie 80 – 95% uważamy za spójne. Oczekujemy takiego samego poziomu odpisów na kredyty nieregularne w 2010 roku co w 2009 roku (552 mln PLN vs. 549 mln PLN). Uważamy, że ponad połowa rezerw skupi się w pierwszej połowie 2010 roku, co jest zgodne z oczekiwaniami, że bank może zmniejszyć kwartalne odpisy w 2H'10. Ze względu na to, że bank już wcześniej zapowiadał chęć „ostrożnej ekspansji” oczekujemy, że wydatki w banku wzrosną o ok. 5% (na tle sektora +3,6% R/R), ale mimo to uda się utrzymać pozytywny trend w zakresie C/I (spadek do 49,8% z 50,5% oczekiwanego w 2009r.; 51,2% w 2008). Zakładamy, że bank nie wypłaci w tym roku dywidendy, a dywidenda z zysków za 2010 rok będzie miała mały wpływ na wycenę.



Getin (Kupuj)

Cena bieżąca: 9,1 PLN

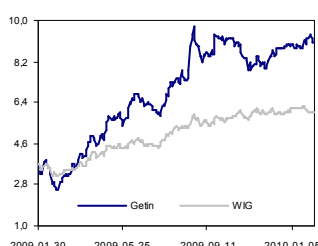
Cena docelowa: 10,2 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-01-19

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	561,2	807,6	43,9%	969,5	20,1%	1 114,6	15,0%	Liczba akcji (mIn)	710,9
Marża odsetkowa	3,6%	3,2%		2,9%		3,1%		MC (cena bieżąca)	6 433,9
WNDB	1 336,3	2 029,9	51,9%	2 078,9	2,4%	2 160,0	3,9%	Free float	28,0%
Wynik operacyjny*	902,7	1 079,9	19,6%	1 185,5	9,8%	1 174,1	-1,0%		
Zysk brutto	802,4	701,0	-12,6%	400,0	-42,9%	615,0	53,7%		
Zysk netto	626,4	508,5	-18,8%	271,3	-46,7%	423,6	56,1%		
ROE	24,3%	15,2%		7,3%		10,4%		Zmiana ceny: 1m	1,1%
P/E	10,3	12,7		23,7		15,2		Zmiana ceny: 6m	21,5%
P/BV	2,1	1,8		1,7		1,5		Zmiana ceny: 12m	85,6%
D/PS	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	9,8
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,6

* przed kosztami rezerw



Oczekujemy, że ROE'10 grupy sięgnie 10%, a dopiero w kolejnych latach wzrośnie do 15%. Jesteśmy ostrożni wobec tegorocznych prognoz zysku netto (prognoza 424 mln PLN), szczególnie na tle oczekiwań Zarządu. Nasze szacunki wskazują, że dotrzymanie obietnicy 20% ROE w Getin Noble Banku, „wyjście na plus” spółek działających na wschodzie oraz powtórzenie zysku przez TU Europa wskazuje na zysk około 700 mln PLN (ROE grupy ok. 16-17%). Konserwatywne podejście wynika z: (i) utrzymania się dość wysokich na tle rynku kosztów ryzyka (2,2% vs. rynek 1,3%), (ii) umiarkowanej poprawy marży odsetkowej ze względu na premię jaką bank musi płacić wobec rynku, (iii) wysokiej bazy wyniku handlowego. Getin Holding może w tym roku zaskoczyć pozytywnie rynek. Jeśli zaskoczenie będzie wynikało z niższych rezerw, nie wpłynie to istotnie na naszą długoterminową ocenę (w kolejnych latach zakładamy spadek odpisów). Jednak nawet jeśli przyjmijemy nasze konserwatywne na tle oczekiwań zarządu prognozy na 2010 rok (zysk netto 424 mln PLN), P/E'10 sięga 15,2, poniżej mediany dla sektora. Zalecamy kupowanie walorów.

Getin Noble Bank chce wejść do pierwszej piątki w 3 – 4 lata — strategia

Getin Noble Bank chce mieć wskaźnik zwrotu z kapitału (ROE) powyżej 20% na koniec 2010 roku i by rosło w kolejnych latach, a wskaźnik kosztów do dochodów docelowo w ciągu 3 lat poniżej 35% (obecnie sięga 32%), poinformował p.o. prezesa Getin Noble Banku Krzysztof Rosiński. Bank chce także, aby wskaźnik kredytów do depozytów nie przekraczał 100%. Bank poinformował, że w tym roku wyjdzie z interesującą ofertą ROR-ów i powalczy o klientów indywidualnych. Obecnie ma 250 tys. klientów indywidualnych posiadających depozyty, którzy jednocześnie nie mają rachunku. To otworzy drogę do długoterminowych relacji. Getin Noble Bank zachował dwa brandy i nie planuje synergii placówek ze względu na odrębność linii biznesowych. W tym roku stawia na wzmocnienie sieci kanałów dystrybucji i budowę nowych. Do 2012 sieć ma wzrosnąć z obecnych 535 do 661 oddziałów (około 130 nowych placówek, z czego ok. 80 będzie należało do Getin Banku). Dodatkowo rozwijany będzie Internet i call – center (wzrost zatrudnienia o 200 – 300 osób). Bank chce także zbudować w ciągu trzech lat dział corporate banking. Bank zamierza także wzmocnić pozycję w leasingu samochodów i w tym segmencie będzie raczej rozwijał się organicznie. Bank buduje własny dział windykacji, który docelowo ma liczyć 500 osób do końca 2010. Bank nie spodziewa się pogorszenia jakości portfela. Ściągalność kredytów w listopadzie i grudniu poprawiła się. Połączony bank chce utrzymywać współczynnik wypłacalności na poziomie 9,5-11,0% liczony kapitałem Tier1. Plany rozwoju sieci i innych pionów biznesowych doprowadzą do wzrostu zatrudnienia łącznie o około 1,6 tys. osób (do 5 tys.). Bardzo ambitne cele, których nie dyskontujemy w naszych prognozach dla Getin Holding. Cele dotyczą samego banku, a w grupie są jeszcze TU Europa i operacje zagraniczne. Jednak to Getin Noble Bank stanowi główne źródło zysków. Na poziomie skonsolidowanym ROE będzie niższe (efekt konsolidacji m.in. spółek z rynku wschodniego), jednak nasza prognoza na 2010 rok (10% ROE) jest znacznie poniżej oczekiwań. Być może w tym roku bank zrealizuje to poprzez niższe rezerwy. Uważamy, że w tak krótkim czasie nie uda się zbudować tego po stronie przychodów.

Działalność na rynkach wschodnich

Grupa istotnie zrestrukturyzowała swoją działalność na rynkach wschodnich. W 2010 roku chce osiągnąć przyzwoity zysk, mimo że po trzech kwartałach 2009 jest na minusie (-10 mln PLN) i pewnie nie uda się tego odrobić w ciągu kwartału. Jednak począwszy od 3Q09 wyniki zaczęły się poprawiać i jest oczekiwane utrzymanie się tego trendu. Plus Bank, ukraiński bank, w największym stopniu zaciążył na wynikach. W tym roku ograniczono liczbę oddziałów, a bank skoncentruje się na kredytach samochodowych. Jednocześnie wygaszana jest działalność

pośrednika finansowego na Ukrainie (Accord Plus) i spółki leasingowej Carcade. Za to w dalszym ciągu będzie rozwijana działalność leasingowa w Rosji (Carcade). Mimo że rynek samochodowy w Rosji spadł w ub.r. o 60% (sprzedaż Carcade o 45% do 112 mln USD), to spółka wypracowała zysk. Obecnie ma 47 oddziałów i planuje w dalszym ciągu ją zwiększać. Ma 27% udziałów rynkowych, będąc drugim graczem na rynku. W Rumunii działa pośrednik Perfect Finance (2 oddziały). Działalność tam podległa restrukturyzacji i w tym roku istnieje szansa na przyzwoity wynik. Ekspozycja zagraniczna Getin Holding ma w tym roku pokazać dwucyfrowy zysk. Kolejna pozytywna informacja ze strony spółek Getin Holding.

Fitch nadał Getin Noble Bankowi rating podmiotu na poziomie "BB"

Agencja Fitch nadała Getin Noble Bankowi rating podmiotu na poziomie "BB", rating krótkoterminowy "B", a rating indywidualny na poziomie "D". Rating wsparcia został ustalony na "5", a długoterminowy rating krajowy na "BBB(pol)". Fitch podał, że rating podmiotu, długoterminowy rating krajowy oraz rating indywidualny zostały umieszczone na liście obserwacyjnej bez wskazania kierunku zmiany. Odzwierciedla to fakt, iż GB oraz NB dysponują jedynie wstępnymi danymi finansowymi na koniec 2009. Fitch ma zamiar usunąć ratingi z listy obserwacyjnej w pierwszym kwartale 2010 roku, jak tylko będą dostępne zbadane sprawozdania finansowe obu banków oraz po odbyciu spotkania z zarządami połączonych spółek w celu przedyskutowania strategicznego kierunku rozwoju GNB. Po wycofaniu ratingu dla Getin Banku w związku z fuzją, Fitch podał nowe ratingi. Bez wpływu na kurs.

Fitch umieścił rating TU Europa na liście obserwacyjnej

Agencja ratingowa Fitch umieściła na liście obserwacyjnej rating siły finansowej ubezpieczyciela (IFS) na poziomie "BB" Towarzystwa Ubezpieczeń Europa i Towarzystwa Ubezpieczeń na Życie Europa. Na liście obserwacyjnej znalazł się też krajowy rating IFS na poziomie "BBB(pol)" dla obu spółek. Agencja podała, że ta decyzja wynika z działań Fitcha w stosunku do Getin Noble Bank. 7 stycznia Fitch przyznał bankowi długoterminowy rating podmiotu na poziomie "BB", umieszczając go na liście obserwacyjnej bez wskazania kierunku zmiany. Związane z nadaniem rating'u Getin Noble Banku i umieszczeniu ich na liście obserwacyjnej.

Emisja akcji TU Europa

TU Europa planuje publiczną emisję do 1,575 mln akcji serii H z wyłączeniem prawa poboru. Decyzję w tej sprawie ma podjąć NWZA zwołane na 10 lutego. Prospekt może trafić do KNF już w lutym i celem jest jak najszybsze przeprowadzenie emisji, nawet jeszcze przed debiutem PZU. Pozyskane środki spółka chce przeznaczyć na dalszy rozwój. Oferta publiczna akcji będzie skierowana do krajowych inwestorów instytucjonalnych oraz indywidualnych. Zarząd zamierza także przeprowadzić ograniczone działania marketingowe poza Polską, skierowane do wybranych inwestorów instytucjonalnych. Obecnie 99,79% udziałów należy łącznie do Getin Holding oraz do jego spółki zależnej, Getin Noble Bank. Obie instytucje nie zamierzają sprzedawać akcji w ofercie. Jednocześnie ubezpieczyciel, który wypłacał do tej pory 60 – 70% zysków, nie wypłaci dywidendy z zysków za 2009 rok. Po trzech kwartałach ub.r. TUE miało 90 mln PLN zysku netto, a ROE wynosiło 38,5%. Spółka zapowiada, że do 2012 roku utrzyma ROE na poziomie przekraczającym 25%. Oferta sięgnie 20% obecnej liczby akcji (16,7% liczby akcji po rozwodnieniu). Na giełdzie pojawi się nowa kategoria: ubezpieczyciele. Według obecnej wyceny rynkowej – 125 PLN/akcję (akcje notowane są na GPW mimo marginalnego free float) oferta może mieć skalę nawet 200 mln PLN. Według ceny jaką za akcje TUE zapłaciło kilka miesięcy temu Getin Bank i Noble Bank (85,4 PLN/akcję), oferta sięgnie 130 – 140 mln PLN.

Getin Noble Bank proponuje skup akcji zamiast wypłaty dywidendy

Jeśli kapitały byłyby niewykorzystane Getin Noble Bank preferuje skup i umorzenie akcji, zamiast wypłaty dywidendy z zysku. W dalszym ciągu jest zainteresowany akwizycjami, jednak tylko takimi, które nie pogorszą bieżącego wyniku. Nie uwzględniamy takiego scenariusza w naszych prognozach.



Handlowy (Kupuj)

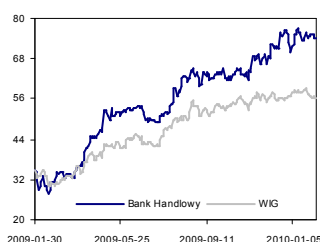
Cena bieżąca: 74,2 PLN Cena docelowa: 90,3 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-01-19

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkow y	1 204,4	1 365,8	13,4%	1 525,4	11,7%	1 579,5	3,5%	Liczba akcji (mIn)	130,7
Marża odsetkow a	3,2%	3,4%		3,7%		3,9%		MC (cena bieżąca)	9 688,4
WNDB	2 447,1	2 312,8	-5,5%	2 435,1	5,3%	2 511,8	3,2%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	990,3	909,6	-8,1%	1 215,4	33,6%	1 152,0	-5,2%		
Zysk brutto	1 034,2	759,2	-26,6%	735,4	-3,1%	828,5	12,7%		
Zysk netto	824,2	600,4	-27,2%	573,6	-4,5%	653,9	14,0%		
ROE	15,0%	10,7%		9,7%		10,4%		Zmiana ceny: 1m	3,7%
P/E	11,8	16,1		16,9		14,8		Zmiana ceny: 6m	27,8%
P/BV	1,7	1,7		1,6		1,5		Zmiana ceny: 12m	154,4%
D/PS	4,1	4,8		0,0		3,5		Max (52 tyg.)	76,8
Dyild (%)	5,5	6,4		0,0		4,7		Min (52 tyg.)	28,0

* przed kosztami rezerw



W horyzoncie kilku najbliższych miesięcy postrzegamy Bank Handlowy jako najatrakcyjniejszą inwestycję. Obok defensywnego charakteru inwestycji (stopa dywidendy brutto na poziomie 4,7%), bank daje również opcję na dość dynamiczną poprawę rezultatów (przedstawiona niedawno strategia). Wzrost może być realizowany z istniejącej bazy kapitałowej (współczynnik wypłacalności ponad 15% po 3Q09, Tier I), co przy wysokiej stopie wypłaty z zysków (zakładamy 80% w długim terminie) będzie przekładało się na coraz wyższe ROE. Zakładamy, że stopa wypłaty z zysków w 2009 roku również wyniesie 80%, choć brak wzrostu wolumenów i poziom współczynnika wypłacalności stwarzają pole nawet do wyższej wypłaty w tym roku. Uważamy jednak, że plan osiągnięcia ROE ponad 20% już w 2012 roku jest bardzo ambitny. Zakładamy, że w 2012 roku ROE sięgnie 14% (17% po wyłączeniu goodwill), ROA 2,2%, a wskaźnik koszty/dochody 54%. Zalecamy kupowanie walorów.

Bank Handlowy planuje w 2012 roku ROE powyżej 20%

Bank Handlowy planuje, że w 2012 roku jego wskaźnik ROE wynosić będzie powyżej 20%, a wskaźnik kosztów do dochodów będzie poniżej 50%. Bank Handlowy planuje też, że w 2012 roku ROA będzie powyżej 2,5%. Bardzo ambitne założenia. Ich realizacja nie jest odzwierciedlona w wycenie rynkowej. Nasza prognoza zakłada ROE 14% (17% biorąc pod uwagę wartość księgową pomniejszoną o wartość firmy), CIR 54% oraz ROA na poziomie 2,2%. Bank od 2003 roku nie wygenerował ROA na poziomie 2,5%. Aby osiągnąć 20% ROE na kapitale pomniejszonym o wartość firmy, zysk netto musiałby sięgnąć prawie 1,2 mld PLN, zakładając, że w latach 2010 – 2012 bank będzie wypłacał 80% wypracowywanych zysków netto. Wówczas ROA (na bazie naszych prognoz dla aktywów banków) sięgnęłoby 2,6%. Zakładając, że całość zostanie zrealizowana po stronie przychodów, musiałby być one wyższe o około 10% w relacji do naszej prognozy. Wówczas wskaźnik koszty/dochody spadłby do 49,6%. Nasza bieżąca projekcja wyniku odsetkowego zakłada poprawę marży odsetkowej netto (na aktywach ogółem) do poziomu 3,9% (3,7% w 2009 roku, 3,4% w 2008 roku). Uważamy, że potencjał osiągnięcia wyższych marż jest ograniczony – jedna z najwyższych marż w sektorze (uzasadniona strukturą kredytów i płynnym bilansem). Przy wyższych wolumenach, bank nie osiągnąłby tak wysokiego ROA. Prognoza wyniku odsetkowego na 2012 rok stanowi 60% prognozy przychodów ogółem. Zatem aby zrealizować tak wysokie przychody, bank musiałby bardzo istotnie zwiększyć skalę wyniku prowizyjnego i wyniku handlowego.

Nowe cele biznesowe banku

Bank Handlowy będzie koncentrował się na rozwoju cross-sellingu, a w ciągu 3 lat chce podwoić liczbę użytkowników bankowości internetowej do 1,03 mln (obecnie 557 tys.). Bank chce wykorzystać silną pozycję kapitałową i płynnościową oraz globalny zasięg grupy. Bank zmienia swoje podejście i chce obecnie stworzyć wieloproduktową i trwałą współpracę z klientami. Bank dokonał segmentacji klientów i liczy, że dzięki dopasowaniu produktów, rozwojowi sieci (stawia na rozwój punktów obsługi, ale nie będzie ograniczał się do oddziałów i filii) i nowemu systemowi motywacyjnemu dla doradców zwiększy sprzedaż na jednego klienta. Bank podał, że ponad 50% klientów współpracuje z nimi w oparciu o jeden produkt, w detalu jest to 66%. Sprzedaż produktów na jednego klienta korporacyjnego wynosi obecnie 2,4, a w detalu jest to niewiele powyżej 1 produktu. Zgodnie z nową strategią bank planuje zintegrowanie bankowości tradycyjnej z telefoniczną i biznesową. Jeszcze w tym roku zaoferuje bankowość mobilną. Obecnie Bank Handlowy ma powyżej 1 mln klientów indywidualnych i ponad 20 tys. klientów korporacyjnych. Realizacja strategii opiera się na wykorzystaniu istniejącej bazy klientów. Uważamy, że przy tak niskim nasyceniu klientów produktami istnieje szansa na podniesienie wskaźnika cross – sellingu. Da to potencjał do poprawy wyniku prowizyjnego.



Bank chce odkupić obligacje Lehman Brothers od klientów

Bank chce odkupić od klientów obligacje wyemitowane przez Lehman Brothers Treasury Co. B.V., które kupili za pośrednictwem banku. Oferta kupna stanowi 60% początkowej wartości inwestycji w danej walucie. Poprzez Bank Handlowy w produkty Lehman Brothers zainwestowało 229 osób. Łączna wartość inwestycji klientów, którzy obligacje kupowali od 2004 r., jest niższa niż 15 mln USD. Kilkanaście osób domaga się z tego tytułu odszkodowania. Powracamy do wydarzeń z jesieni 2008, więc nie jest to nowość, że Bank Handlowy pośredniczył w sprzedaży tych obligacji. Negatywne oddźwięk na wizerunku banku, jednak bez istotnego wpływu na wyniki i ocenę banku (możliwe są jednorazowe odpisy).



ING BSK (Akumuluj)

Cena bieżąca: 695 PLN

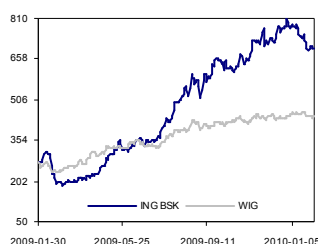
Cena docelowa: 811,6 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-01-19

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	1 047,9	1 152,0	9,9%	1 466,9	27,3%	1 644,6	12,1%	Liczba akcji (mln)	13,0
Marża odsetkowa	2,1%	1,9%		2,2%		2,4%		MC (cena bieżąca)	9 042,0
WNDB	2 008,5	2 060,5	2,6%	2 601,5	26,3%	2 825,5	8,6%	Free float	18,9%
Wynik operacyjny*	640,2	580,4	-9,3%	1 076,1	85,4%	1 205,3	12,0%		
Zysk brutto	787,0	563,1	-28,5%	778,5	38,3%	888,5	14,1%		
Zysk netto	630,7	445,4	-29,4%	622,8	39,8%	710,8	14,1%		
ROE	16,6%	11,1%		13,7%		13,7%		Zmiana ceny: 1m	-10,2%
P/E	14,3	20,3		14,5		12,7		Zmiana ceny: 6m	36,9%
P/BV	2,4	2,1		1,9		1,6		Zmiana ceny: 12m	150,9%
D/PS	27,9	11,7		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	810,0
Dyid (%)	4,0	1,7		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	182,1

* przed kosztami rezerw



Mimo niekorzystnych trendów w sektorze, ING BSK zamyka bardzo udany dla siebie 2009 rok. Bank osiągnie historycznie wysoki wynik operacyjny przed rezerwami (naszym zdaniem przekroczy 1 mld PLN). ROE w 2009 roku sięgnie prawie 14%, co stawia ING BSK zaraz obok PKO BP, Pekao i BZ WBK. Utrzymanie tego poziomu w tym roku również postawi ING BSK w gronie banków o najwyższej rentowności. Czynniki decydującymi o sukcesie był płynny bilans, który umożliwił poprawę marży odsetkowej. Mimo że widzimy ograniczony potencjał do jej dalszego wzrostu w relacji do 3Q09 (2,4%), to w relacji do całego 2009 roku w dalszym ciągu stanowi to będzie poprawę, co w połączeniu z rosnącymi wolumenami, powinno przyczynić się do dalszej poprawy przychodów. Bank w dalszym ciągu notowany jest z dyskontem do innych banków (P/E'10 12,7), które jest nieuzasadnione w świetle wysokiej rentowności kapitałów i cały czas bardzo bezpiecznych buforów bezpieczeństwa w bilansie, impregnujących bank przed ewentualnym pogorszeniem się otoczenia rynkowego. Zalecamy akumulowanie akcji.

Rezygnacja Członka Rady Nadzorczej

Pan Jerzy Hauser zrezygnował z funkcji Członka Rady Nadzorczej ING BSK.



Kredyt Bank (Akumuluj)

Cena bieżąca: 14 PLN

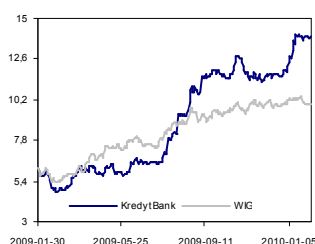
Cena docelowa: 15,3 PLN

Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-01-19

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)
Wynik odsetkowy	871,5	1 059,9	21,6%	1 051,8	-0,8%	1 136,6	8,1%	Liczba akcji (mln) 271,7
Marża odsetkowa	3,5%	3,2%		2,7%		2,8%		MC (cena bieżąca) 3 789,6
WNDB	1 360,2	1 585,9	16,6%	1 542,0	-2,8%	1 648,6	6,9%	Free float 7,7%
Wynik operacyjny*	468,1	531,3	13,5%	893,3	68,1%	712,2	-20,3%	
Zysk brutto	499,7	421,1	-15,7%	52,4	-87,5%	207,4	295,4%	
Zysk netto	388,3	324,9	-16,3%	42,0	-87,1%	165,9	295,4%	
ROE	17,9%	13,2%		1,6%		6,0%		Zmiana ceny: 1m 14,3%
P/E	9,8	11,7		90,3		22,8		Zmiana ceny: 6m 49,2%
P/BV	1,7	1,4		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m 141,8%
D/PS	0,4	0,5		0,0		0,0		Max (52 tyg.) 14,1
Dywid (%)	2,7	3,7		0,0		0,0		Min (52 tyg.) 4,8

* przed kosztami rezerw



Bank zapłacił w 2009 roku wysoką cenę za sprzedaż kredytów gotówkowych w sieci Żagiel. Wysokie rezerwy obniżą zysk netto do poziomu zaledwie 42 mln PLN. Jednak bardzo pozytywnie postrzegamy poprawę powtarzalnego zysku przed rezerwami (wyłączając sprzedaż Żagla), który sięgnie naszym zdaniem ponad 0,6 mld PLN (+15% R/R). Bank zrealizował go znacznie ograniczając bazę kosztów (-9% R/R), przy przychodach na niezmiennym poziomie. Nawis kosztów wreszcie został zlikwidowany, a pozytywne efekty redukcji zatrudnienia będą również widoczne w 2010r. Oczekujemy dalszej poprawy powtarzalnego wyniku operacyjnego przed rezerwami, w sytuacji gdy oczekiwania na 2010r. zakładają poprawę przychodów w całym sektorze. Relacja ceny do wyniku operacyjnego przed rezerwami jest jedną z najatrakcyjniejszych w sektorze (5,3 vs. mediana dla pozostałych 8). Jednocześnie bank wyceniany jest przy P/BV'10 na poziomie 1,3. Uważamy to za nieuzasadnione, gdyż bank pokazał potencjał płynący z poprawy wyniku operacyjnego. Zalecamy akumulowanie akcji.



Millennium (Trzymaj)

Cena bieżąca: 4,2 PLN

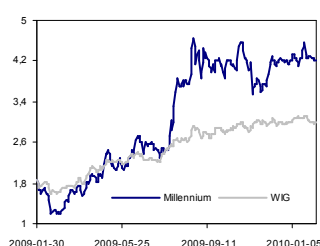
Cena docelowa: 4,33 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-01-19

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkow y	819,9	1 181,3	44,1%	684,7	-42,0%	916,4	33,8%	Liczba akcji (mIn)	849,2
Marża odsetkow a	3,0%	3,0%		1,5%		1,9%		MC (cena bieżąca)	3 566,6
WNDB	1 648,2	1 827,5	10,9%	1 381,1	-24,4%	1 634,2	18,3%	Free float	26,3%
Wynik operacyjny*	651,1	657,0	0,9%	346,5	-47,3%	561,6	62,1%		
Zysk brutto	584,6	521,8	-10,7%	-73,7		133,1			
Zysk netto	461,6	413,5	-10,4%	-59,7		107,8			
ROE	19,5%	15,5%				3,3%		Zmiana ceny: 1m	-2,8%
P/E	7,7	8,6				47,3		Zmiana ceny: 6m	13,8%
P/BV	1,4	1,3		1,3		1,3		Zmiana ceny: 12m	153,0%
D/PS	0,2	0,2		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	4,7
Dyid (%)	4,0	4,5		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	1,2

* przed kosztami rezerw



Pozyskanie 1 mld PLN z nowej emisji istotnie zwiększy potencjał banku do pozyskiwania udziałów rynkowych. Strategia banku na lata 2010-2012 zakłada istotny wzrost udziałów rynkowych w segmencie korporacyjnym (z obecnych 3% do 5%). Jednocześnie plany zakładają konsolidację udziałów rynkowych w segmencie kredytów detalicznych na obecnych poziomach (portfel kredytów około 6%). W kontekście naszych oczekiwań na 2010 rok (wzrost portfela kredytów korporacyjnych o 3%, detalicznych o 9% R/R), ścieżka obrana przez Millennium nie da natychmiastowych wyników. Uważamy, że najbliższe półrocze upłynie jeszcze pod znakiem wyższych rezerw, które skupią się w segmencie detalicznym. Uważamy, że realizacja naszej prognozy na 2010 rok skupi się wokół drugiego półrocza, wówczas będzie również widać pierwsze efekty podjętych działań sprzedażowych. Jednocześnie podtrzymujemy opinię, że cel ROE 15% na koniec 2012 roku jest bardzo ambitny i nie zakładamy go w modelu. Aby go zrealizować, bank musiałby poprawić rentowność już istniejących aktywów (mamy tu na myśli szczególnie kredyty hipoteczne). To jednak zależne jest tylko od warunków rynkowych (ceny depozytów). Zalecamy trzymanie akcji w portfelu.

Plany rozwoju

Bank napisał w prospekcie, że nie przewiduje wypłaty dywidendy za 2009 rok. Znaczna część pozyskanych środków zostanie przeznaczona na wzrost akcji kredytowej, z czego 75% w segmencie korporacyjnym, a pozostałe 25% w detalicznym. Zgodne ze strategią przedstawioną w październiku 2009, w momencie ogłaszania emisji. Bank chce wzmocnić bankowość dla przedsiębiorstw, konsolidując jednocześnie udziały w rynku detalicznym (planuje również spokojne ograniczanie udziałów w rynku kredytów hipotecznych, gdzie jego udziały rynkowe istotnie przekraczają udziały pozostałych obszarów detalicznych). Po trzech kwartałach ub. r. bank miał stratę, więc kwestia wypłaty dywidendy nie budziła wątpliwości. Uważamy, że bank nie wypłaci dywidendy również z zysków za 2010 rok.

Emisja akcji

8 lutego mają zostać przydzielone akcje w trwającej właśnie emisji z prawem poboru. Nie później niż 12 lutego ma się odbyć pierwsze notowanie praw do akcji nowej emisji.



Pekao (Trzymaj)

Cena bieżąca: 168 PLN

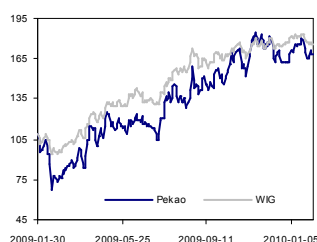
Cena docelowa: 181,5 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-01-19

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkow y	4 323,0	4 509,5	4,3%	3 846,2	-14,7%	4 445,7	15,6%	Liczba akcji (mIn)	262,3
Marża odsetkow a	3,6%	3,5%		2,9%		3,2%		MC (cena bieżąca)	44 071,5
WNDB	8 314,2	7 578,2	-8,9%	7 118,7	-6,1%	7 688,5	8,0%	Free float	40,8%
Wynik operacyjny*	4 509,5	4 535,0	0,6%	3 485,1	-23,2%	3 967,0	13,8%		
Zysk brutto	4 342,4	4 346,0	0,1%	2 967,2	-31,7%	3 340,0	12,6%		
Zysk netto	3 547,2	3 528,0	-0,5%	2 394,3	-32,1%	2 696,3	12,6%		
ROE	23,1%	23,0%		14,0%		14,4%		Zmiana ceny: 1m	-0,3%
P/E	12,4	12,5		18,4		16,3		Zmiana ceny: 6m	23,0%
P/BV	3,0	2,8		2,4		2,3		Zmiana ceny: 12m	73,0%
D/PS	9,0	9,6		0,0		7,3		Max (52 tyg.)	184,6
Dyid (%)	5,4	5,7		0,0		4,3		Min (52 tyg.)	67,9

* przed kosztami rezerw



Proces zmiany struktury zarządzania (włączenie Pekao w tzw. dywizjonalizację zarządzania, obowiązującą w całej grupie UniCredit) oraz planowany na ten rok rebranding (co przy skali działania banku uważamy za dość skomplikowaną operację), oznacza, że bank w dużo większym stopniu skupiać się będzie na organizacji wewnętrznych procesów. Oczekujemy, że nowa Pani Prezes w horyzoncie kwartału zaprezentuje strategię. Uważamy, że priorytetem pozostanie dochodowość, a nie udziały rynkowe. Tym bardziej w nadchodzącym roku, obfitym w zmiany wewnątrz banku, trudno będzie o agresywne inicjatywy sprzedażowe. Pekao nie wykorzystał w ubiegłym roku swojej pozycji (płynny bilans, wysoki współczynnik wypłacalności) i ograniczał udziały rynkowe, chroniąc rentowność produktów. W tym roku nie nastąpi istotna zmiana w tym zakresie. To jednak wskazuje na istotny potencjał wypłaty dywidendy (zakładamy stopę wypłaty z zysków na poziomie 80% w długim terminie), a rentowność DPS'09 przy obecnej wycenie rynkowej sięga 4,3% (drugi najwyższy w sektorze). Poza dywidendą nie widzimy innych, istotnych przesłanek przemawiających za inwestycją w Pekao. Zalecamy trzymanie akcji w portfelach.

Alicja Kornasiewicz nowym prezesem Pekao

Rada Nadzorcza banku powołała Alicję Kornasiewicz na stanowisko prezesa Pekao z dniem 15 lutego na wspólną kadencję zarządu. Do czasu uzyskania zgody z KNF będzie p.o. prezesa. Do 14 lutego zaś p.o. prezesa został mianowany L. Lovaglio. A. Kornasiewicz złożyła jednocześnie rezygnację z funkcji Członka Rady Nadzorczej Pekao. Przewodniczący rady nadzorczej, J. Woźnicki, powiedział, że w najbliższym czasie bank zajmie się strategią oraz pracami nad porozumieniem z KNF w sprawie struktury zarządzania (chodzi o zapowiadaną dywizjonalizację). Wybór nie jest zaskoczeniem, gdyż wcześniej spekulowano o tej kandydaturze. Według spekulacji A. Kornasiewicz miała poparcie ze strony Włochów. W kontekście zmian w zarządzie za najistotniejsze kwestie postrzegamy: (i) nową strategię, (ii) wpływ planowanej dywizjonalizacji na działanie Pekao, (iii) koszt i sprawność przeprowadzenia planowanego na ten rok rebrandingu oraz (iv) ewentualne dalsze zmiany w zarządzie banku (w tym roku kończy się kadencja całego zarządu Pekao). Uważamy, że może być to trudny rok dla Pekao. Do tej pory bank poprawiał wskaźniki mimo utraty udziałów rynkowych. W ubiegłym roku, mimo znacznie lepszej pozycji niż konkurenci w dalszym ciągu tracił udziały rynkowe. Obawiamy się, że w sytuacji gdy bank będzie dodatkowo skupiony na wewnętrznych zmianach, w tym roku również nie uda się zmienić tego trendu.

KNF w sprawie planowanej dywizjonalizacji

KNF domaga się od Unicredit, właściciela Pekao, wyjaśnień dotyczących zmiany koncepcji zarządzania. Chodzi o podporządkowanie części banku centrali w Mediolanie. Włosi chcą przeprowadzić tzw. dywizjonalizację, czyli poszczególne piony Pekao podporządkować bezpośrednio centrali w Mediolanie. Zdaniem W. Kwaśniaka, działania takie odprowadziłyby do marginalizacji polskiego zarządu, a pozwolenie na takie działania w jednym z największych banków, zapaliłoby zielone światło również dla innych instytucji. Polskie banki zostałyby wówczas sprowadzone do roli oddziałów. Całkiem możliwe, że Włosi zmodyfikują swoją koncepcję. Według DGP Rada Nadzorcza banku przygotowywała odpowiedź na pytania KNF. Z nieoficjalnych informacji *Gazety Prawnej* wynika, że Unicredit zamierza wycofać się z pomysłu dywizjonalizacji. Na razie dywizjonalizacji nie ma, jednak Pekao i tak działa zgodnie z polityką całej grupy. Z perspektywy działalności banku, dywizjonalizacja wpłynęłaby na proces decyzyjny oraz ograniczyłaby lokalne spojrzenie na poszczególne segmenty działalności.



PKO BP (Trzymaj)

Cena bieżąca: 39 PLN

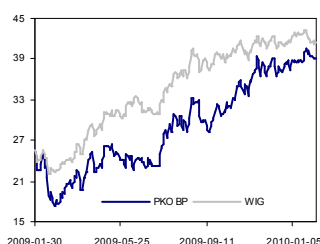
Cena docelowa: 39,6 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-01-19

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	4 646,6	6 127,3	31,9%	5 041,6	-17,7%	6 021,6	19,4%	Liczba akcji (mIn)	1 250,0
Marża odsetkowa	4,4%	5,0%		3,5%		3,8%		MC (cena bieżąca)	48 750,0
WNDB	7 444,7	9 096,7	22,2%	8 567,7	-5,8%	9 383,3	9,5%	Free float	48,8%
Wynik operacyjny*	3 661,5	5 092,1	39,1%	4 574,2	-10,2%	5 265,5	15,1%		
Zysk brutto	3 609,2	3 977,3	10,2%	2 961,0	-25,6%	3 751,0	26,7%		
Zysk netto	2 903,6	3 120,7	7,5%	2 313,7	-25,9%	2 960,5	28,0%		
ROE	26,4%	24,1%		13,6%		14,4%		Zmiana ceny: 1m	0,8%
P/E	13,4	12,5		21,1		16,5		Zmiana ceny: 6m	28,1%
P/BV	3,3	2,8		2,4		2,3		Zmiana ceny: 12m	73,3%
D/PS	1,0	1,1		1,0		1,4		Max (52 tyg.)	40,5
Dywid (%)	2,5	2,8		2,6		3,6		Min (52 tyg.)	17,4

* przed kosztami rezerw



Według nas aktywa w banku wzrosły o 12% w 2009 roku (9% YTD po 3Q09). Jest to duże osiągnięcie na tle sektora, którego aktywa po trzech kwartałach 2009 wzrosły poniżej 1%. Bank pozostał aktywny na rynku kredytowym, przede wszystkim w segmencie korporacyjnym (+12% YTD, vs. rynek bez zmian), ale również w segmencie detalicznym (+10% YTD vs. rynek również 10%). Pozyskiwanie nowych kredytów w okresie podwyższonych marż pozwoli bankowi na utrzymanie pozycji lidera w zakresie marży odsetkowej. Uważamy, że bank pozostanie aktywnym graczem na rynku kredytów (zakładamy wzrost o 12% w 2010 vs. rynek +7%), co pozwoli mu na istotną poprawę wyniku odsetkowego (+19%) stanowiącego ok. 60% przychodów bankowych. Wśród dużych banków odnotuje największy wzrost zysku netto w 2010 roku (+28% vs. +9% w BZ WBK i +15% w Pekao). Naszym zdaniem jest to zdyskontowane w obecnej wycenie rynkowej (P/E'10 16,5). PKO BP nie wyróżni się również rentownością kapitałów własnych. Prognozujemy, że wszystkie trzy największe banki będą miały ROE na poziomie około 14-15%. Zalecamy trzymanie akcji w portfelu.

Strategia na ukończeniu

Dokument ze strategią banku na lata 2010 – 2012 ma zostać wkrótce ukończony, zatwierdzony przez zarząd i przedstawiony Radzie Nadzorczej (1Q10). Strategia opiera się na przyspieszeniu organicznego wzrostu, mimo że bank otrzymuje propozycje przejęcia banków w regionie i w Polsce. Bank ma rozwijać się w dwucyfrowym tempie, tak aby suma bilansowa, która na koniec 2009 roku przekroczyła 150 mld PLN (146,5 mld PLNB po 3Q09), wzrosła do ponad 200 mld PLN. Wskaźnik kosztów do dochodów ma utrzymać się w przedziale 40 – 45%. Ma się to przełożyć na dwucyfrowe tempo poprawy wyników w ciągu najbliższych trzech lat. Bank w dalszym ciągu stawia na depozyty detaliczne, jeśli chodzi o finansowanie akcji kredytowej. Jednak elementem dywersyfikacji będzie m.in. planowana na maj br. emisja euroobligacji o wartości 0,75 – 1 mld EUR. Prezes, Z. Jagiełło, powiedział że wyniki 4Q09 powinny pokazać, że bank jest w stanie utrzymać wskaźnik kredyty/depozyty w przedziale +/- 95% (96% po 3Q09). Poinformował również, że bank sprzedaje około 1 mld PLN kredytów dla przedsiębiorstw miesięcznie, co według banku daje mu ok. 14% udziałów rynkowych oraz ok. 1 mld PLN kredytów hipotecznych miesięcznie co daje mu ok. 40% udziału w rynku. Zakładamy, że na koniec 2009 roku suma bilansowa banku przekroczy 151 mld PLN, a relacja kredyty/depozyty ukształtuje się na poziomie 98%. Znaczny przyrost depozytów przedsiębiorstw w grudniu ub.r. może stać za większym przyrostem depozytów. Nie powinno mieć to jednak istotnego wpływu na wyniki banku. Nasza prognoza zakłada, że suma bilansowa na koniec 2012 roku sięgnie 194 mld PLN (CAGR'12/09 na poziomie 9%), zatem jesteśmy nieco bardziej ostrożni w naszych założeniach. Wzrost w średnim tempie ok. 10% w ciągu trzech najbliższych lat daje sumę bilansową na poziomie przekraczającą 200 mld PLN. Zakładając, że bank będzie wówczas osiągał prognozowane przez nas 2,5 – 2,6% ROA, daje to 180 – 190 mln PLN dodatkowego zysku netto (niespełna 4% więcej niż nasza prognoza na 2012 rok). Jednocześnie nasze prognozy uwzględniają wskaźnik koszty/przychody na poziomie 40,5% w 2012 roku (45% w 2010 roku) i CAGR'12/10 dla zysku netto na poziomie 27,5% (efekt wzrostu wyników po zakończeniu tworzenia wysokich rezerw). Nasze prognozy uważamy za ambitne, gdyż nawet w przypadku wyniku operacyjnego przez rezerwy oczekujemy w tym okresie dwucyfrowego tempa wzrostu (CAGR'12/09 14%). Uważamy, że plan zarządu może uwzględniać podobne oczekiwania co do zysku netto, nawet przy wyższym poziomie przyrostu aktywów (niższa rentowność). W takim scenariuszu P/E'12 sięga 10 (jednak dopiero w horyzoncie trzech lat), co nie daje istotnych dyskont do innych banków (mediana na poziomie 9,3). Jest to już czwarty bank, który w ostatnim czasie mówi o nowej, ambitnej strategii na najbliższe trzy lata.

Sprzedaż kredytów PKO BP w 4Q09 w segmencie firm wyniosła 3,8 mld PLN

Sprzedaż kredytów segmentu korporacyjnego PKO BP w 4Q09 wyniosła 7,6 mld PLN, a wyłączając transakcję z ZUS-em wyniosła 3,8 mld PLN. Od czerwca bank sprzedaje w tym obszarze kredyty o wartości ponad 1 mld PLN miesięcznie. Kredyty dla korporacji rosły w PKO BP w październiku i listopadzie o 2,7 mld PLN, a w grudniu o 2 mld PLN. Wyłączając transakcję z ZUS-em, kredyty wzrosły w październiku o 1,2 mld PLN, w listopadzie o 1,4 mld PLN, a w grudniu o 1,2 mld PLN. W banku szybko rosły również w ostatnim okresie depozyty segmentu korporacyjnego. Oczekujemy utrzymania się dość dynamicznego tempa przyrostu portfeli w PKO BP. W ostatnim okresie bank z dużymi sukcesami pozyskiwał udziały rynkowe w segmencie przedsiębiorstw. Uważamy jednak, że czynniki te zostały uwzględnione w obecnej wycenie rynkowej.

Powołanie J. Papierskiego na stanowisko wiceprezesa banku

Rada Nadzorcza banku powołała Jakuba Papierskiego na stanowisko wiceprezesa banku odpowiedzialnego za bankowość inwestycyjną z dniem 1 kwietnia 2010. Papierski od listopada 2001 do września 2003 roku pracował w Banku Pekao. W październiku 2003 r. został prezesem CDM Pekao, a od września 2006 pełnił jednocześnie funkcję wiceprzewodniczącego RN Pioneer Pekao TFI. Od maja 2009 roku pełnił obowiązki prezesa Allianz Bank Polska, a od października 2009 zajmuje stanowisko prezesa. *Puls Biznesu* pisze, że obok nowego Członka Zarządu, w grupie PKO BP pojawiło się jeszcze kilku innych menedżerów związanych z nowym prezesem PKO BP. Z informacji prasowych wynika, że w ciągu kilku tygodni ma zostać zatwierdzona, a jej filarem jest wzrost uproduktowania klientów banku. Obecnie wskaźnik produktów na klienta w PKO BP wynosi 1,3, podczas gdy średnia na rynku to 2,5. Zmiany oczekiwane. Nowy prezes buduje zespół, z którym będzie realizował strategię.

Zmiany w funkcjonowaniu agencji

W związku ze zmianami jakie chce wprowadzić bank, właściciele agencji mogą zerwać współpracę z PKO BP. Zdaniem zarządu, bank ma ponad 2 tys. agencji. Część z nich nie spełnia odpowiednich standardów i to one ciążą na wizerunku banku. Zarząd chce, by agencje były większe, lepiej zlokalizowane i odpowiednio wyposażone, aby doszło w nich do odczuwalnego podniesienia poziomu obsługi klientów. Nowy model sieci sprzedaży zaczął być wdrażany w listopadzie 2009 r. Bank chciał aby do połowy stycznia przedsiębiorcy prowadzący agencje zadeklarowali, czy chcą kontynuować współpracę na nowych zasadach. Nowe umowy będą obowiązywały od maja 2010 r., jednak agencje na zmianę wyposażenia i lokalizacji agencji będą miały czas do końca 2011 roku. Obok poprawy jakości obsługi, celem jest również wzrost sprzedaży produktów kredytowych. Dotychczas agencje zajmowały się przede wszystkim obsługą transakcyjną (blisko 90% aktywności agencji). Obecnie na 2 tys. tego typu placówek tylko 200 – 300 przynosi satysfakcjonującą sprzedaż produktów, podobną do tej, którą wypracowują małe oddziały bankowe. Działania banku sprawiają, że coraz więcej agentów PKO BP rozmawia o współpracy z innymi bankami – dodaje jeden z agentów PKO BP. Zmniejszy się ilość agencji, jednak nie musi to oznaczać, spadku przychodów w banku. Z perspektywy banku, który i tak ma największą sieć własnych placówek, skupienie się na ich dochodowości i efektywności ma kluczowe znaczenie.

PKO BP wyda ponad 6 milionów kart zbliżeniowych Visa payWave

Bank jako pierwszy masowo wdroży funkcję zbliżeniową Visa payWave wraz z rozpoczęciem wydawania kart z mikroprocesorem. Bank podjął decyzję o wymianie wszystkich swoich kart debetowych Visa wydanych dla klientów indywidualnych dotychczas w tradycyjnej technologii paska magnetycznego. PKO BP wydał łącznie 6,5 mln kart Visa i jest największym emitentem tych kart w Polsce oraz jednym z 10 największych wydawców kart debetowych w gronie 4,6 tys. banków należących do organizacji Visa w Europie. Udział PKO Banku Polskiego w rynku kart debetowych w kraju sięga 28%, w tym w kart Visa około 40%. W 2010 r. bank planuje wydać 2 – 2,5 mln kart debetowych z funkcją płatności zbliżeniowych. Cała operacja wymiany powinna się zamknąć do końca 2011 r. Bank poniesie zwiększone koszty związane z wymianą kart, jednak częściowo i tak by je ponosił w związku ze standardowym procesem wymiany kart. Na razie płatności bezstykowe nie cieszą się wielką popularnością na rynku.

PKO BP ma ponad 662 tys. kont oszczędnościowych w złotych

PKO BP pod koniec 2009 roku prowadził ponad 662 tys. kont oszczędnościowych w złotych, na których zgromadzonych było przeszło 10 mld PLN. Po wynikach za III kwartał bank informował, że prowadzi w sumie ponad 642 tys. kont, na którym klienci zgromadzili ponad 10,3 mld PLN. Przyrosła liczba kont, jednak wolumen nie. Produkt wprowadzony w momencie, gdyż PKO BP wystartował ze zmianą swojej polityki depozytowej (jesień 2008). Obecnie konto oszczędnościowe oprocentowane jest na poziomie 3,75% dla środków do 20 tys. PLN, 4% dla kont o saldzie od 20 do 50 tys. PLN i 4,5% dla kwot do 200 tys. PLN.

Paliwa, energetyka, chemia

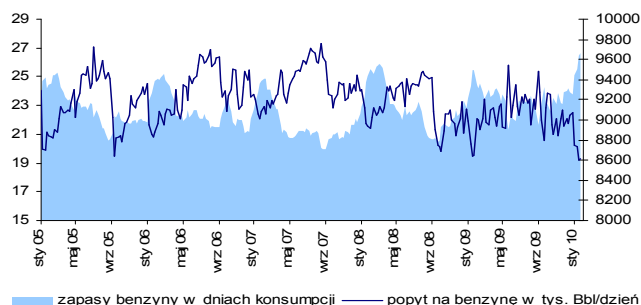
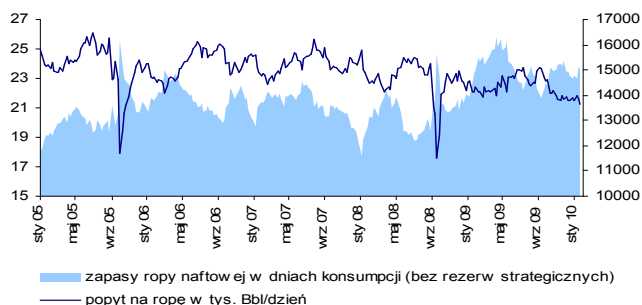
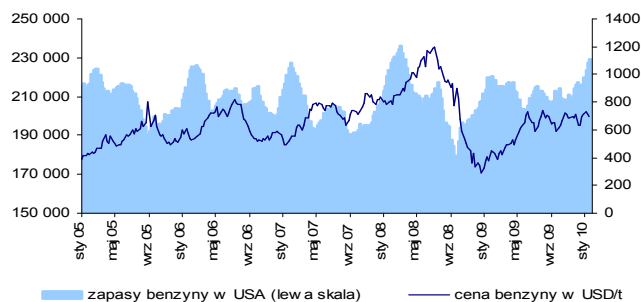
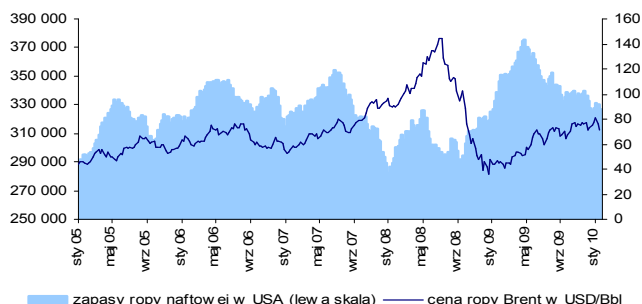
Projekt ustawy o zapasach w marcu na RM

Maciej Kaliski, dyrektor Departamentu Ropy i Gazu w Ministerstwie Gospodarki, zapowiedział że w marcu tego roku Radzie Ministrów zostanie przedłożony projekt ustawy o zapasach obowiązkowych paliw. W lutym ustawa trafi do konsultacji zewnętrznych. Wszystko wskazuje na to, że w marcu będzie więc już znana ostateczna propozycja dotycząca sposobu finansowania zmiany systemu zapasów obowiązkowych, którą zapowiadało ministerstwo. Aktualna wartość zapasów w Orlenie to około 6 mld PLN, a w Lotosie niecałe 2 mld PLN.

Popyt na benzynę pod presją warunków pogodowych

W styczniu poziom zapasów ropy w USA ulegał tygodniowym wahaniom, ale ostatecznie na koniec miesiąca był zbliżony do grudniowego zamknięcia. Generalnie dane prezentowane przez Departament Energii pozostawały pod dużym wpływem warunków pogodowych, a więc niskich temperatur i obfitych opadów śniegu. Znalazło to odzwierciedlenie zarówno w mocnym spadku konsumpcji benzyny (średnio o około 4%) oraz wzroście jej zapasów (+6% m/m), jak i w problemach logistycznych w portach i obniżeniem importu surowca. W najmniejszym stopniu ucierpiał rynek średnich destylatów, popyt na nie pozostał stabilny a zapasy uległy nawet nieznacznemu zmniejszeniu. Naszym zdaniem trudno te styczniowe odczyty uznawać za podstawę do formułowania negatywnych prognoz na kolejne miesiące. Brakuje bowiem w naszej opinii czynników fundamentalnych, poza pogodą, które wskazywałyby na strukturalny spadek popytu na benzynę w USA akurat w tym okresie.

Zapasy ropy i benzyny w USA



Źródło: opracowanie DI BRE na podstawie Departamentu Energii



CEZ (Trzymaj)

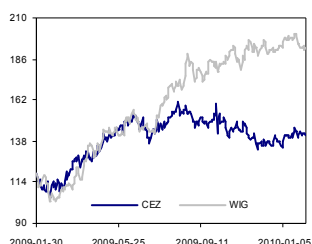
Cena bieżąca: 140,8 PLN

Cena docelowa: 140,6 PLN

Analitik: Kamil Kliszc

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-04

(mIn CZK)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	174 563,0	181 638,0	4,1%	188 635,5	3,9%	181 819,4	-3,6%	Liczba akcji (mIn)	538,0
EBITDA	72 469,0	87 253,0	20,4%	90 450,5	3,7%	86 657,0	-4,2%	MC (cena bieżąca)	75 749,0
marża EBITDA	41,5%	48,0%		47,9%		47,7%		EV (cena bieżąca)	95 983,5
EBIT	50 303,0	65 163,0	29,5%	67 420,5	3,5%	61 535,3	-8,7%	Free float	29,3%
Zysk netto	41 555,0	46 510,0	11,9%	54 150,5	16,4%	47 079,2	-13,1%		
P/E	12,0	11,7		9,1		10,5		Zmiana ceny: 1m	2,3%
P/CE	7,8	7,9		6,4		6,9		Zmiana ceny: 6m	-9,4%
P/BV	2,9	3,1		2,5		2,3		Zmiana ceny: 12m	60,9%
EV/EBITDA	7,9	7,4		6,9		7,4		Max (52 tyg.)	161,1
Dyid (%)	2,2	4,4		5,4		5,9		Min (52 tyg.)	105,0



Akcje CEZ po kilku słabszych od indeksu miesiącach, w styczniu zachowywały się nieco lepiej od WIG20, aczkolwiek w naszej opinii nadal brakuje obecnie istotnego wsparcia dla notowań tej Spółki. Ceny terminowe energii na EEX znowu spadają (w styczniu o ponad 7%), nadal nie widać też poprawy na rynku spotowym co obciąża bieżące wyniki Spółki. Raport za 4Q'09 przyniesie co prawda znaczącą poprawę r/r, ale raczej będzie to wynikać z zaniżonej bazy 2008 roku, niż z jakichś pozytywnych trendów bieżących. Przypominamy również, że dopiero 1Q'10 przyniesie pełny obraz rentowności CEZ w tym roku, w nowym otoczeniu zakontraktowanych niższych o około 5 EUR/MWh cen prądu. W tym kontekście podtrzymujemy naszą neutralną rekomendację.

Produkcja energii jądrowej nieco niższa od zakładanej

Według podanych przez koncern komunikatów, elektrownie atomowe CEZ wyprodukowały w ubiegłym roku 27,2 TWh energii elektrycznej wobec planowanych przez Zarząd 27,4 TWh. Nieco mniejsza produkcja to efekt dłuższego przestoju związanych z wymianą paliwa w Temelinie. Nie powinno to stanowić zaskoczenia i nie będzie miało istotnego wpływu na wyniki 4Q, w którym produkcja energii atomowej wyniosła 7 TWh vs. 6,5 TWh w 3Q'09 i 6 TWh w 4Q'08.



Ciech (Trzymaj)

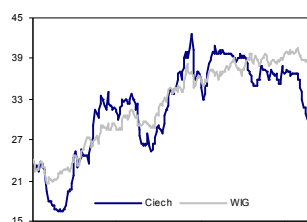
Cena bieżąca: 30 PLN

Cena docelowa: 39,9 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-03

(m ln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Przychody	3 415,0	3 781,3	10,7%	3 560,1	-5,8%	3 810,0	7,0%	Liczba akcji (mln)	28,0
EBITDA	222,3	459,7	106,8%	372,8	-18,9%	450,3	20,8%	MC (cena bieżąca)	839,7
marża EBITDA	6,5%	12,2%		10,5%		11,8%		EV (cena bieżąca)	2 507,8
EBIT	43,0	256,4	496,6%	147,3	-42,6%	210,0	42,5%	Free float	35,6%
Zysk netto	-31,7	44,5		-45,9		70,3			
P/E		18,9				12,0		Zmiana ceny: 1m	-18,5%
P/CE	5,7	3,4		4,7		2,7		Zmiana ceny: 6m	-12,6%
P/BV	0,8	1,0		1,0		1,0		Zmiana ceny: 12m	29,9%
EV/EBITDA	9,1	5,4		6,7		5,7		Max (52 tyg.)	42,7
Dywid (%)	7,0	6,9		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	16,4



W styczniu kurs Ciechu spadł aż o 15%, co miało związek przede wszystkim z kolejnym przesunięciem podpisania porozumienia z bankami oraz pojawiającymi się w prasie informacjami o możliwym fiasku prywatyzacji. Aktualna wycena wydaje się atrakcyjna, ale w naszej opinii z zakupem akcji można się wstrzymać do publikacji wyników za 4Q, które raczej nie przyniosą jeszcze znaczącej poprawy rezultatów. Wyrażnie dodatniego EBIT i możliwego pozytywnego zaskoczenia w segmencie organicznym spodziewamy się dopiero w 1Q'10. Tymczasem utrzymujemy neutralną rekomendację.

Kolejne przesunięcie finalizacji umowy z bankami

Ciech poinformował w styczniu, iż kolejny raz przedłużona została umowa status quo z bankami. Strony dały sobie czas na dokończenie negocjacji do końca lutego. Według nieoficjalnych doniesień prasowych w rozmowach nastąpił już jednak wyraźny postęp i tym razem nowy termin ostatecznego porozumienia powinien zostać dotrzymany.

Decyzja w sprawie prywatyzacji na początku lutego

Wiceminister Skarbu Adam Leszkiewicz zapowiedział, że na początku lutego resort podejmie decyzję w sprawie dalszego etapu prywatyzacji I-szej grupy chemicznej. Ministerstwo nie wyklucza, że w przypadku negatywnej weryfikacji złożonych ofert proces zakończy się bez rozstrzygnięcia.

Są oferty na Polfę

Zarząd Ciech potwierdził, że Spółka otrzymała 5 poważnych ofert kupna akcji Polfa Ciech. Na razie trwają ich analizy, a sprzedaż tego podmiotu powinna być sfinalizowana jeszcze w pierwszym półroczu. Wartość Polfy szacujemy na około 10 mln PLN. Spółka w 2008 roku wypracowała 55 mln PLN przychodów i niecały 1 mln PLN zysku netto.



Lotos (Redukuj)

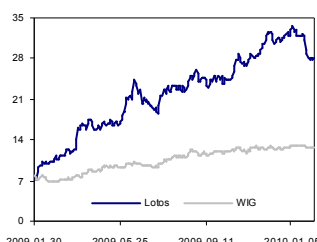
Cena bieżąca: 28,1 PLN

Cena docelowa: 26,6 PLN

Analitik: Kamil Kliszc

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-01

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	13 125,1	16 294,7	24,1%	14 559,0	-10,7%	18 048,2	24,0%	Liczba akcji (mln)	129,9
EBITDA	1 019,9	169,2	-83,4%	720,3	325,7%	777,0	7,9%	MC (cena bieżąca)	3 649,4
marża EBITDA	7,8%	1,0%		4,9%		4,3%		EV (cena bieżąca)	9 320,1
EBIT	713,7	-145,8		428,0		439,5	2,7%	Free float	36,0%
Zysk netto	777,2	-453,9		762,6		392,1	-48,6%		
P/E	4,1			4,8		9,3		Zmiana ceny: 1m	-14,7%
P/CE	2,9			3,5		5,0		Zmiana ceny: 6m	21,1%
P/BV	0,5	0,6		0,6		0,5		Zmiana ceny: 12m	226,7%
EV/EBITDA	3,9	40,2		12,9		13,9		Max (52 tyg.)	33,5
Dyid (%)	1,3	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	8,6



Od wydania naszej negatywnej rekomendacji akcje Lotosu spadły już o 12%, na co wpływ oprócz spadków cen ropy miała zapewne sprzedaż przez MSP znacznego pakietu walorów. Nadal podtrzymujemy opinię, że wyniki najbliższych kwartałów nie będą wsparciem dla notowań i mogą rozczarować w kontekście oczekiwań rozbudzonych raportem za 3Q. Dodatkowym obciążeniem dla rentowności netto może być rosnąca amortyzacja z ukończonych już instalacji w ramach programu 10+. W tym kontekście utrzymujemy negatywne nastawienie i rekomendujemy redukcję akcji Lotosu.

Niewykluczona pełna prywatyzacja Lotosu?

Ministerstwo Skarbu po zrealizowaniu w styczniu sprzedaży 14 mln akcji Lotosu do inwestorów finansowych po 29 PLN za walor, analizuje obecnie różne warianty dalszej prywatyzacji tej Spółki, łącznie z zejściem poniżej progu 51% na rzecz inwestora branżowego. Według doniesień prasowych, podobno potencjalnym kandydatem do kupna udziałów jest International Petroleum Investment Company, arabski fundusz państwowy zajmujący się inwestycjami przede wszystkim w sektorze paliwowym i chemicznym (posiada udziały m.in. w OMV, Borealis, Nova Chemicals czy hiszpańskim koncernie Cepsa). Na razie tego typu doniesienia trudno dyskutować. Nie wiadomo na ile poważne jest zainteresowanie ze strony branży oraz czy MSP uda się przeformować pomysł pełnej prywatyzacji Lotosu.

Negocjacje płacowe

Zarząd Lotosu zakończył negocjacje ze związkami zawodowymi w sprawie podwyżek płac w roku 2010. Ustalono, że pensje wzrosną o 2%, co po uwzględnieniu przeprowadzonej 5% podwyżki w październiku 2009 i założeniu podobnych ruchów w całej Grupie Lotos, będzie implikować wzrost kosztów pracowniczych w 2010 roku o około 25-30 mln PLN w ujęciu r/r.



PGE (Kupuj)

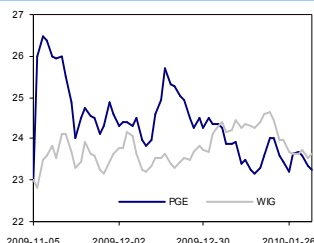
Cena bieżąca: 23,3 PLN

Cena docelowa: 27,49 PLN

Analitik: Kamil Kliszc

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-04

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	23 090,7	20 597,8	-10,8%	22 382,3	8,7%	22 036,6	-1,5%	Liczba akcji (mln)	1 730,1
EBITDA	5 975,1	5 846,9	-2,1%	7 958,9	36,1%	7 788,4	-2,1%	MC (cena bieżąca)	40 224,6
marża EBITDA	25,9%	28,4%		35,6%		35,3%		EV (cena bieżąca)	48 180,2
EBIT	2 134,3	3 262,3	52,8%	5 309,7	62,8%	5 010,8	-5,6%	Free float	15,0%
Zysk netto	3 967,9	1 920,2	-51,6%	3 382,8	76,2%	3 256,3	-3,7%		
P/E	8,6	17,8		11,9		12,4		Zmiana ceny: 1m	-4,5%
P/CE	4,4	7,6		6,7		6,7		Zmiana ceny: 6m	
P/BV	1,6	1,5		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	7,8	8,0		6,1		6,4		Max (52 tyg.)	26,5
Dyid (%)	0,7	1,2		2,3		4,1		Min (52 tyg.)	23,0



Notowania PGE nadal pozostają pod presją oczekiwaną podaży walorów ze strony MSP. Niewiele pomogła w tym wypadku deklaracja resortu, iż pakiet 10-20% akcji koncernu zostanie zaoferowany dopiero w drugim półroczu. Dodatkowo wszystko wskazuje na to, że w związku z prowadzonym procesem konsolidacji aktywów Grupy, do końca sierpnia przeprowadzona zostanie emisja akcji dla pracowników PGE, które od razu trafią do obrotu. Taka perspektywa może skutecznie infekować kurs Spółki. Pewnym wsparciem dla notowań może być wejście Spółki do indeksu WIG20, co nastąpi po sesji 18 marca, oraz oczekiwane dobre wyniki za 4Q'09 (szczególnie pod względem poziomu przepływów pieniężnych), które Spółka zaprezentuje 22 marca. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Plan połączenia w ramach konsolidacji Grupy

Zarząd PGE poinformował, że w ramach procesu konsolidacji grupy kapitałowej przygotowany został plan połączenia PGE S.A. ze spółkami subholdingowymi PGE Energia (skupia spółki dystrybucyjne i spółki obrotu) i PGE Górnictwo i Energetyka (skupia kopalnie i elektrownie). Akcjonariusze tych podmiotów (poza PGE, które posiada w nich pakiety 85% akcji) obejmą 136 698 146 akcji nowej emisji. Proces powinien być zakończony do końca sierpnia tego roku. Zarząd oczekuje, że już w pierwszym roku konsolidacja ta przyniesie oszczędności w kwocie 15 mln PLN (pokryją one koszty przeprowadzenia tej operacji), a w perspektywie 3 lat od zakończenia tego procesu możliwa będzie redukcja kosztów nawet o 1 mld PLN. Proces połączenia PGE ze spółkami holdingowymi to jeden z etapów konsolidacji Grupy. Przypominamy, że w pierwszym etapie nastąpi konwersja akcji pracowniczych w „spółkach parterowych” (poszczególne elektrownie, kopalnie i spółki dystrybucji) na akcje we wspomnianych dwóch spółkach subholdingowych należące do Skarbu Państwa. Następnie, przy połączeniu PGE ze spółkami holdingowymi, pracownicy obejmą 136,7 mln akcji nowej emisji. Po tej operacji PGE S.A. będzie kontrolować 90% głównych aktywów wytwórczych i 87,25% aktywów dystrybucyjnych wchodzących w skład Grupy (dziś ten udział wynosi odpowiednio 75% i 72%). Pozostałe 10-12% będzie należało do Skarbu Państwa i te mniejszościowe udziały PGE będzie zapewne chciała wykupić w następnym etapie konsolidacji. Dzisiaj kapitał mniejszości w skonsolidowanym sprawozdaniu PGE wynosi 7,9 mld PLN i składają się na niego przede wszystkim mniejszościowe udziały w ramach PGE Energia i PGE GiE. W uproszczeniu można więc przyjąć, że proporcjonalnie około 4,3 mld PLN z tego przypada na akcje pracownicze, a 3,6 mld PLN na akcje należące do MSP. W tym kontekście wykup akcji pracowniczych za 136,7 mln akcji nowej emisji (7,5% w podwyższonym kapitale) implikujący po aktualnej cenie rynkowej kwotę 3,3 mld PLN, wydaje się atrakcyjny z punktu widzenia akcjonariuszy PGE i dotychczasowych oczekiwań bazujących właśnie na księgowej wartości kapitałów mniejszości. Oczywiście nie wyklucza to, że w przyszłości Spółka będzie musiała wykupić pozostałe udziały od MSP już po mniej korzystnej cenie.

ZEDO po wybuchu

Według oficjalnego komunikatu PGE, w wyniku eksplozji pyłu węglowego 24 stycznia zniszczeniu uległa część układu nawęglania ZEDO, aczkolwiek pozostałe instalacje umożliwiają dostarczanie paliwa do kotłów. Podstawowe urządzenia wytwórcze elektrowni, której udział w produkcji PGE wynosi 10%, nie zostały uszkodzone. W chwili awarii elektrowni pracowały 4 z 8 bloków. Po wybuchu podjęto decyzję o czasowym ich wyłączeniu, ale dwa bloki zostały już ponownie uruchomione. Obecnie specjalna komisja bada przyczyny awarii oraz szacuje straty finansowe. W tej chwili trudno jeszcze powiedzieć, jakiego rzędu straty będzie musiała zaksięgować PGE. Zwracamy jednak uwagę, że ZEDO jest typową elektrownią systemową i poziom wykorzystania mocy w tym zakładzie w skali roku sięga tylko 46%. Ponadto zakład był ubezpieczony, zarówno jeśli chodzi o majątek jak i utracone zyski.

Projekt CSS będzie realizowany

WZA Elektrowni Bełchatów zdecydowało, iż projekt budowy instalacji wychwytywania i składowania dwutlenku węgla będzie realizowany. Spółka otrzymała na ten cel wsparcie z UE w kwocie 180 mln EUR, które musi wykorzystać do końca tego roku. Decyzja WZA wydaje się tylko formalnością, gdyż inwestycja była zapowiadana przez Zarząd PGE już wcześniej. Po uwzględnieniu wsparcia z UE PGE będzie musiało wydać na projekt około 1,3 mld PLN. Instalacja pozwoli na obniżenie emisji dwutlenku węgla o około 1,8 mln ton począwszy od 2015 roku, co uwzględniamy w naszym modelu.

Taryfy dystrybucyjne zatwierdzone przez URE

Urząd Regulacji Energetyki zatwierdził taryfy dystrybucyjne dla 6 spółek z Grupy PGE. Podwyżki opłat przesyłowych mają w ich wypadku wynieść od 3,6% do 7%. Średnia ważona wolumenem podwyżka wyniesie 5,7%. Zwracamy uwagę, że te podwyżki są wyższe niż zakładaliśmy w naszym modelu (+2,2%) i wstępne minimalne uzgodnienia wynikające z negocjacji z spółek energetycznych z regulatorem (1,5%). Jeśli pozostali dwaj operatorzy systemu dystrybucji w PGE również zanotują podobny wzrost przychodów, to będzie możliwość podwyższenia naszych prognoz dla tego segmentu działalności. Nasze dotychczasowe szacunki EBIT na 2010 rok to 484 mln PLN vs. 393 mln PLN w 2009 roku. Przy założeniu, że koszty operacyjne tych podmiotów nie zmienią się, to pod nowymi taryfami EBIT segmentu mógłby być wyższy o ponad 100 mln PLN.

PSE chce odkupić udziały w szwedzkim interkonektorze

PSE chce odkupić od PGE udziały w szwedzkiej firmie SwePol Link będącej właścicielem kabla energetycznego łączącego Polskę i Szwecję (PGE ma tam 49% udziałów, pozostałe 51% ma szwedzki operator sieci przesyłowej). Jest to jedyne połączenie transgraniczne nie kontrolowane przez krajowego operatora sieci przesyłowych. PGE nie wyklucza sprzedaży PSE Operator swoich akcji w SwePol Link i zapowiada podjęcie decyzji w tej sprawie do połowy roku. Wartość księgowa udziałów w SwePol Link wynosi obecnie 62 mln PLN. Ewentualna sprzedaż nie powinna mieć wpływu na wycenę PGE. Aktualnie interkonektor jest wykorzystywany głównie jako źródło importu energii do Polski i spełnia funkcję bilansującą.

Prezes Topolnicki zapowiada dobre wyniki

Prezes Wojciech Topolnicki odpowiedzialny w PGE za finanse uważa, że od czasu debiutu nic się w grupie nie zmieniło i Zarząd z optymizmem patrzy w przyszłość. Według niego potwierdzą to wyniki za cały 2009 rok, które powinny wzbudzić zainteresowanie inwestorów. Raport będzie opublikowany 22 marca. W naszej opinii potencjał do pozytywnego zaskoczenia istnieje przede wszystkim na poziomie przepływów pieniężnych, co powinno wpłynąć na zejście z długu netto.

Minister Bury o sprzedaży akcji PGE

Wiceminister skarbu Jan Bury zapowiedział, że resort ze względu na planowane duże oferty publiczne może nie zdecydować się na sprzedaż akcji PGE w I-szym półroczu. Taka deklaracja powinna stanowić wsparcie dla kursu, gdyż oznacza że inwestorzy w najbliższym czasie nie będą mogli liczyć na kupno znacznego pakietu po niższej cenie, co dotychczas było dyskutowane. Tymczasem akcje PGE wejdą do indeksu WIG20 w korekcie marcowej (po sesji 18 marca).



PGNiG (Akumuluj)

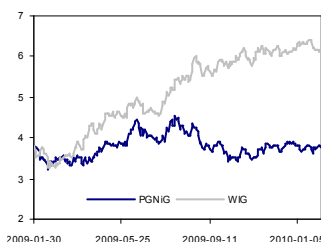
Cena bieżąca: 3,8 PLN

Cena docelowa: 4,11 PLN

Analitik: Kamil Kliszc

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-13

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	16 652,1	18 432,0	10,7%	18 774,1	1,9%	18 794,6	0,1%	Liczba akcji (mln)	5 900,0
EBITDA	2 291,3	2 225,6	-2,9%	2 430,3	9,2%	4 109,7	69,1%	MC (cena bieżąca)	22 302,0
marża EBITDA	13,8%	12,1%		12,9%		21,9%		EV (cena bieżąca)	23 279,3
EBIT	861,0	800,7	-7,0%	951,5	18,8%	2 391,9	151,4%	Free float	15,3%
Zysk netto	915,0	865,3	-5,4%	832,9	-3,7%	1 937,8	132,7%		
P/E	24,4	25,8		26,8		11,5		Zmiana ceny: 1m	-0,5%
P/CE	9,5	9,7		9,6		6,1		Zmiana ceny: 6m	-12,3%
P/BV	1,1	1,1		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	1,1%
EV/EBITDA	9,1	9,8		9,6		5,5		Max (52 tyg.)	4,6
Dyid (%)	4,5	5,0		2,4		2,0		Min (52 tyg.)	3,2



Nadal podtrzymujemy opinię, iż wyniki kwartalne PGNiG mogą zaskoczyć pozytywnie i będą stanowić podstawę do podniesienia konsensusu prognoz na rok 2010 (1,6 mld PLN zysku netto wobec 2 mld PLN według naszych szacunków). Uważamy, że dzięki sezonowemu wzrostowi wolumenów i dodatniej marży na gazie importowanym Spółka będzie w stanie wygenerować rekordowe wyniki w segmencie obrotu, a skonsolidowany EBIT znajdzie również wsparcie w dystrybucji (nowe taryfy przyznane w czerwcu 2009) oraz segmencie wydobywczym. Zalecamy akumulowanie akcji PGNiG.

Porozumienie z Gazpromem podpisane

PGNiG i Gazprom podpisały ostateczne kompromisowe porozumienie w sprawie zwiększenia dostaw gazu w ramach kontraktu jamalskiego oraz warunków funkcjonowania EuRoPolGazu. Gazprom nie będzie musiał spłacać spornej kwoty zobowiązań do EuRoPolGazu (80 mln USD wynikających z płaconych niższych taryf przesyłowych), ale w zamian PGNiG ma kupować część surowca po niższej cenie. Kontrakt ten eliminuje ryzyko wstrzymywania dostaw surowca dla przemysłu i powinien pozwolić Spółce na pełne wykorzystanie sprzyjających warunków pogodowych i pozytywnego spreadu na gazie importowanym.

Nowa umowa z Gazpromem, a wniosek taryfowy

Do połowy lutego PGNiG złożył nowy wniosek taryfowy z uwagi na wygasanie z końcem marca dotychczasowego cennika. Wbrew oczekiwaniom przemysłu, gazowy koncern uważa, że wynegocjowane z Gazpromem upusty nie pozwolą na obniżkę ceny, a jedynie zmniejszą jej dodatnią dynamikę. Podobno to dyskonto obowiązuje przy przekroczeniu określonego poziomu odebranego wolumenu. W naszych prognozach zakładamy pozostawienie taryf gazowych bez zmian w całym 2010 roku.

KE chce liberalizacji rynku gazu

Komisja Europejska zarzuca Polsce, iż istniejący w Polsce obowiązek przedstawiania przez przedsiębiorstwa energetyczne taryf gazowych do zatwierdzenia przez URE jest niezgodny z unijnymi dyrektywami. Komisja wszczęła w tej sprawie postępowanie, a prasa zapowiada, że może to doprowadzić do uwolnienia cen gazu. Taki scenariusz byłby oczywiście pozytywny z punktu widzenia wyników PGNiG, gdyż stabilizowałby marżę w segmencie obrotu. Na razie chyba jednak za wcześnie na dyskontowanie pełnej liberalizacji w kursie PGNiG.

Police spłacą I-szą transzę długów wobec PGNiG

Prezes Polic Zbigniew Miklewicz zapewnił, że mimo przedłużającej się procedury przyznania Spółce środków na ratowanie od ARP, Police zgodnie z zawartym z PGNiG porozumieniem zapłacą gazowemu koncernowi I-szą transzę zaległych należności za surowiec, a od lutego będą już płacić rachunki terminowo. Przypominamy, że grudniowe porozumienie zakładało, że zaległe płatności w kwocie przekraczającej 133 mln PLN zostaną uregulowane do 30 czerwca 2010, z tym że 10 mln PLN Police spłacą do końca marca, a do końca stycznia uregulują płatności za bieżące faktury począwszy od listopadowej. Deklaracja Prezesa Polic oznacza, że PGNiG nie powinno mieć podstaw do zawiązywania istotnych rezerw na należności od chemicznej spółki w sprawozdaniu rocznym.



PKN Orlen (Akumuluj)

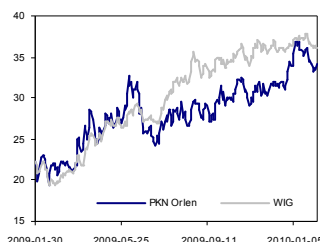
Cena bieżąca: 34,2 PLN

Cena docelowa: 38,2 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-02-03

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	63 793,0	79 535,2	24,7%	67 689,0	-14,9%	80 186,0	18,5%	Liczba akcji (mln)	427,7
EBITDA	5 035,3	887,6	-82,4%	3 634,0	309,4%	4 121,0	13,4%	MC (cena bieżąca)	14 627,6
marża EBITDA	7,9%	1,1%		5,4%		5,1%		EV (cena bieżąca)	29 878,5
EBIT	2 603,9	-1 603,8		1 051,0		1 456,4	38,6%	Free float	67,3%
Zysk netto	2 412,4	-2 505,7		1 470,0		1 376,4	-6,4%		
P/E	6,1			10,0		10,6		Zmiana ceny: 1m	-3,4%
P/CE	3,0			3,6		3,6		Zmiana ceny: 6m	19,0%
P/BV	0,7	0,8		0,8		0,7		Zmiana ceny: 12m	64,4%
EV/EBITDA	5,2	33,7		8,2		7,5		Max (52 tyg.)	36,8
Dyid (%)	0,0	4,7		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	19,3



Rosnące marże rafineryjne poprawiły na przełomie grudnia i stycznia globalny sentyment do sektora rafineryjnego, co znalazło odzwierciedlenie w kursie Orlenu. Aktualnie potencjał wzrostowy w relacji do naszej ceny docelowej wynosi 12%, tak więc obniżamy naszą rekomendację z kupuj do akumuluj. Spodziewamy się, że pozytywne tendencje w zakresie marż rafineryjnych i petrochemicznych powinny być kontynuowane, tak więc oczekiwana przez nas w najbliższym czasie głębsza korekta na rynku akcji może być okazją do dokupienia walorów koncernu. Ważnym aspektem wspierającym kurs w kolejnych miesiącach będzie ponadto spadek zadłużenia, malejący poziom nakładów inwestycyjnych oraz perspektywa uruchomienia w końcówce roku instalacji PX/PTA.

Kowenanty spełnione

Wiceprezes Sławomir Jędrzejczyk kolejny raz potwierdził, iż wszystko wskazuje na to że Orlen nie powinien mieć problemów ze spełnieniem kowenantów kredytowych, które podlegają ocenie banków na koniec 2009 roku. Największy wpływ na wypełnienie tych parametrów miały obok korzystnego otoczenia makro (ceny ropy i kurs walutowy) inicjatywy podjęte w ramach zarządzania kapitałem obrotowym, a więc faktoring należności oraz wydłużenie terminów spłat zobowiązań. Dodatkowo Spółka zaksięgowwała także zaliczkę dywidendową z Polkomtela w kwocie 113 mln PLN. Prezes Jędrzejczyk wypowiadał się w podobnym tonie już pod koniec grudnia, tak więc ta informacja nie jest zaskoczeniem. Według naszych szacunków po uwzględnieniu grudniowego zamknięcia kursów EUR/PLN i USD/PLN oraz zysków z przeszacowania zapasów ropy, wskaźnik dług netto/EBITDA wyniesie około 3,3 wobec ustalonego maksymalnego poziomu 3,5.

Doniesienia o wykorzystaniu mocy przerobowych

Według doniesień prasowych rafineria w Możejkach w styczniu wykorzystywała swoje zdolności przerobowe tylko w 76% (wobec 80% w 4Q'09 i 90% w 3Q'09). Zakłady Unipetrolu pracują na 90% (84% w 3Q'09), a rafineria w Płocku na 100% (podobnie jak w całym 2009 roku). Instalacje petrochemiczne zwiększyły poziom wykorzystania zdolności produkcyjnych do 90%. Niska produkcja w Możejkach nie jest zaskoczeniem i Orlen informował o zmniejszeniu wykorzystania mocy już wcześniej. Pozytywną informacją powinny być natomiast doniesienia o poprawie sytuacji w Unipetrolu oraz petrochemii. W naszej opinii najgorsze sektor ma już za sobą.

Negocjacje płacowe

Zarząd Orlenu rozpoczynając negocjacje z pracownikami, podobnie jak w 2009 roku, zaproponował brak podwyżki wynagrodzeń w roku 2010. Związkowcy postulują tymczasem o wzrost płac o 15%. Realizacja postulatów związkowych w całej Grupie Kapitałowej Orlenu oznaczałaby wzrost kosztów o 290 mln PLN. Takie podwyżki wydają się mało prawdopodobne, a ponadto należy pamiętać że w 2010 roku powinny być już widoczne pierwsze efekty finansowe zwolnień przeprowadzonych w zeszłym roku.

Puławy złożyły ofertę na Anwil

ZA Puławy poinformowały, że złożyły ofertę nabycia od Orlenu pakietu 84,79% akcji Anwilu. Wiceprezes Orlenu Sławomir Jędrzejczyk powiedział, że oferta ZAP jest jedną z trzech jakie Orlen spodziewa się otrzymać. Pod koniec lutego Spółka zamierza wybrać z tej krótkiej listy ostatecznego inwestora dla chemicznej spółki. Obecnie szacujemy ten pakiet akcji Anwilu na około 1,7 mld PLN. W przypadku ZAP sfinansowanie takiej transakcji będzie się wiązało z koniecznością zaciągnięcia wysokiego kredytu, a być może nawet emisji akcji. Na ostateczne interpretacje należy poczekać do momentu podania szczegółów złożonej oferty.

Możejki na sprzedaż?

Według doniesień prasowych rozmowy Orlenu z władzami litewskimi dotyczące przekazania



kontroli operacyjnej nad terminalem naftowym w Kłajpedzie zakończyły się fiaskiem i obecnie polski koncern zdecydował o przyspieszeniu działań restrukturyzacyjnych w tej spółce. Nieoficjalnie przedstawiciele Orlenu przyznają, że rozpoczęli już sondowanie politycznych skutków ewentualnej sprzedaży litewskiej rafinerii. W naszej opinii sprzedaż Możejka w obecnym otoczeniu makro i przy aktualnych wynikach finansowych oznaczałaby wygenerowanie dużej straty na tej transakcji. Przypominamy, że Orlen zakupił tę rafinerię za łączną kwotę około 8,3 mld PLN. Do tej pory aktywa netto Możejka zostały pomniejszone o odpisy aktualizacyjne na łączną kwotę 2,5 mld PLN, tak więc dzisiaj w skonsolidowanym sprawozdaniu można je szacować na około 5,8 mld PLN. Tymczasem szacunkowa wartość mocy przerobowych tej spółki implikowana obecną wyceną rynkową rafineryjnych aktywów Orlenu i Lotosu to naszym zdaniem około 4,3 mld PLN. W tym kontekście zapowiedzi Orlenu odbieramy raczej jako grę negocjacyjną niż realną zapowiedź dezinwestycji.



Police (Redukuj)

Cena bieżąca: 5,9 PLN

Cena docelowa: 5,5 PLN

Analityk: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2010-02-03

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 824,2	2 403,6	31,8%	1 365,2	-43,2%	1 501,7	10,0%	Liczba akcji (mIn)	75,0
EBITDA	235,1	230,1	-2,1%	-331,4		76,0		MC (cena bieżąca)	438,8
marża EBITDA	12,9%	9,6%		-24,3%		5,1%		EV (cena bieżąca)	583,3
EBIT	187,5	164,0	-12,5%	-412,4		-7,8	-98,1%	Free float	26,2%
Zysk netto	204,0	28,7	-85,9%	-372,4		-24,8	-93,3%		
P/E	2,2	15,3						Zmiana ceny: 1m	17,0%
P/CE	1,7	4,6				7,4		Zmiana ceny: 6m	-16,3%
P/BV	0,5	0,5		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	30,9%
EV/EBITDA	1,2	2,0				10,2		Max (52 tyg.)	8,3
Dyid (%)	7,4	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	4,2



Pozytywne tendencje na benchmarkowych cenach nawozów w Europie, w szczególności na DAP (+22% od początku roku), zgodnie z naszymi oczekiwaniami przełożyły się na poprawę notowań Polic (+18%). W naszej opinii te pozytywne tendencje nie będą jednak kontynuowane, a obecne relacje cenowe surowców i produktów pozwolą jedynie na zbliżenie się do poziomu break even, co jest zgodne z ostatnimi zapowiedziami Zarządu. W najbliższym czasie można co prawda oczekiwać jeszcze informacji o zgodzie KE na pomoc ratunkową od ARP, ale ewentualną pozytywną reakcję radzimy wykorzystać do sprzedawania akcji. Obniżamy rekomendację z trzymaj na redukuj.

Procedura w KE nadal trwa

Police w styczniu przesłały do KE wyjaśnienia dotyczące pomocy publicznej otrzymanej w ostatnich 10 latach, o które poprosiła unijna instytucja w ramach postępowania przyznania Spółce ratunkowej pożyczki przez ARP. Zarząd ma nadzieję, że nadal realna jest wypłata środków na przełomie stycznia i lutego (połowa z tych 150 mln PLN przeznaczona zostanie na spłatę części długu wobec PGNiG). Obecnie Police pracują już nad kolejnym wnioskiem dotyczącym pożyczki na restrukturyzację przedsiębiorstwa, która pozwoli na zrefinansowanie pożyczki ratunkowej wypłacanej na pół roku. Niewykluczone, że Spółka będzie chciała nawet zwiększyć kwotę tych środków. W ramach tej procedury możliwe jest także podniesienie kapitału. Aktualnie Zarząd dostrzega pozytywne tendencje na rynku nawozowym i będzie dążył do uzyskania wyniku operacyjnego na poziomie „zero minus”, a jeśli uda się zrealizować planowane dezinvestycje to „zero plus”. Wypowiedzi Zarządu dotyczące wyników są zbieżne z naszymi oczekiwaniami. Uważamy, że mimo obserwowanego wzrostu cen DAP, Spółce w najbliższym kwartale uda się jedynie zmniejszyć stratę i nie można liczyć na osiągnięcie dodatniej marży. Dla inwestorów ważne też będzie doprecyzowanie kwestii pomocy na restrukturyzację w formie emisji akcji i ewentualnego rozwodnienia.

Zwiększenie wykorzystania mocy na wiosnę

ZCH Police zapowiedziały, że w reakcji na obserwowane ożywienie rynku uruchomią na okres wiosennego sezonu jedną z dwóch czasowo wyłączonych linii produkcyjnych NPK, co zwiększy użycie instalacji z 69% do 89%. Komunikat o zwiększeniu wykorzystania mocy produkcyjnych jest odzwierciedleniem obserwowanej w ostatnim czasie poprawy na rynku nawozów NPK przekładającej się na wzrost cen i odbudowę rentowności.



ZA Puławy (Trzymaj)

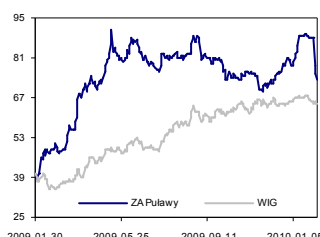
Cena bieżąca: 73 PLN

Cena docelowa: 72,05 PLN

Analitik: Kamil Kliszc

Data ostatniej aktualizacji: 2010-01-06

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 503,5	2 396,8	-4,3%	2 028,4	-15,4%	2 391,1	17,9%	Liczba akcji (mln)	19,1
EBITDA	432,8	407,2	-5,9%	139,0	-65,9%	200,9	44,5%	MC (cena bieżąca)	1 395,4
marża EBITDA	17,3%	17,0%		6,9%		8,4%		EV (cena bieżąca)	1 235,6
EBIT	358,7	338,3	-5,7%	67,9	-79,9%	101,2	49,1%	Free float	29,2%
Zysk netto	330,8	194,6	-41,2%	67,8	-65,2%	82,5	21,8%		
P/E	4,2	7,2		20,6		16,9		Zmiana ceny: 1m	-8,3%
P/CE	3,4	5,3		10,0		7,7		Zmiana ceny: 6m	-9,9%
P/BV	0,9	0,9		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	81,1%
EV/EBITDA	2,0	2,0		8,9		7,0		Max (52 tyg.)	90,5
Dyid (%)	2,3	5,9		13,9		1,2		Min (52 tyg.)	40,3



Kurs akcji ZAP w styczniu był mocno wspierany dywidendą (8,15 PLN na akcję) oraz dobrymi odczytami notowań nawozów azotowych. Po dniu dywidendy sentyment inwestorów istotnie się jednak pogorszył. W naszej opinii ta negatywna tendencja może się jeszcze utrzymać ze względu na oczekiwane przez nas słabe wyniki za ostatni kwartał 2009 roku, które w dużej mierze będą obciążone trudną sytuacją na krajowym rynku nawozowym. Kolejne okresy powinny co prawda przynieść stopniową poprawę w tym zakresie, ale obecna cena rynkowa jest zbliżona do naszej ceny docelowej (72,05 PLN po wyłączeniu dywidendy) i w naszej opinii nie oferuje potencjału wzrostu w średnim terminie. Nadal uważamy, że globalne oczekiwania co do rynku nawozowego w tym roku mogą okazać się zbyt wygórowane.

Puławy złożyły ofertę na Anwil

ZA Puławy poinformowały, że złożyły ofertę nabycia od Orlenu pakietu 84,79% akcji Anwilu. Wiceprezes paliwowego koncernu Sławomir Jędrzejczyk powiedział, że oferta ZAP jest jedną z trzech jakie Orlen spodziewa się otrzymać. Pod koniec lutego Spółka zamierza wybrać z tej krótkiej listy ostatecznego inwestora dla chemicznej spółki. Obecnie szacujemy ten pakiet akcji Anwilu na około 1,7 mld PLN. W przypadku ZAP sfinansowanie takiej transakcji będzie się wiązało z koniecznością zaciągnięcia wysokiego kredytu, a być może nawet emisji akcji. Na ostateczne interpretacje należy poczekać do momentu podania szczegółów złożonej oferty.

Górnictwo węgla

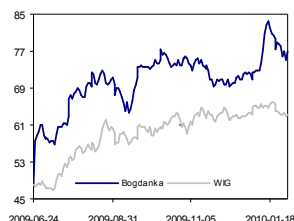


LW Bogdanka (Trzymaj)

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2010-02-03

	Cena bieżąca: 77 PLN			Cena docelowa: 80,1 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2010-02-03	
(mln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	862,5	1 033,3	19,8%	1 173,6	13,6%	1 184,0	0,9%	Liczba akcji (mln)	34,0
EBITDA	243,4	339,6	39,5%	395,7	16,5%	388,9	-1,7%	MC (cena bieżąca)	2 619,0
marża EBITDA	28,2%	32,9%		33,7%		32,8%		EV (cena bieżąca)	2 341,3
EBIT	121,4	203,5	67,7%	260,4	28,0%	243,3	-6,5%	Free float	33,0%
Zysk netto	94,1	156,0	65,8%	204,3	30,9%	184,0	-9,9%		
P/E	18,8	11,4		12,8		14,2		Zmiana ceny: 1m	6,3%
P/CE	8,2	6,1		7,7		7,9		Zmiana ceny: 6m	10,8%
P/BV	1,9	1,6		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	7,3	5,2		5,9		6,8		Max (52 tyg.)	83,5
Dywid (%)	2,8	0,3		3,4		0,8		Min (52 tyg.)	48,0



Przy założonym ponad 6% spadku cen węgla w stosunku do obecnych poziomów, w 2010 spółka powinna wypracować ponad 180 mln PLN zysku netto (poprzednia prognoza: 142 mln PLN, konsensus: 128 mln PLN). Spółce sprzyja sytuacja na rynku węgla w Europie (wzrost cen ARA), co zmniejsza presję na ceny krajowego węgla. W roku kolejnym oczekujemy skokowego wzrostu zysków w związku z zakończeniem pierwszego etapu programu inwestycyjnego (wzrost wolumenu sprzedaży o 35%, ceny węgla bez zmian vs. 2010). Na bazie roku 2011 spółka notowana jest przy wskaźniku P/E na poziomie 9,4 i FCF/EV ponad 7%, mimo, że nadal ponosi wysokie inwestycje związane z drugim etapem inwestycji w Polu Stefanów (dalszy wzrost wydobywania, docelowo w 2014 o 50% vs. 2011, wzrost FCF'14/EV do 23%). Biorąc pod uwagę ostatnie wzrosty cen akcji LWB i naszą cenę docelową (80,1 PLN) obniżamy rekomendację inwestycyjną z kupuj do trzymaj.

Ceny węgla ARA rosną

Wprawdzie dla cen krajowych nie jest to bezpośredni odnośnik (jak w przypadku KGHM i cen miedzi na LME), ale pośrednio niskie ceny węgla importowanego mogą negatywnie wpływać na rynek krajowy. W 4Q2009 średnia cena węgla w portach ARA wyniosła 77 USD/t, tj. wzrosła w stosunku do poprzedniego kwartału o 10%. W pierwszych czterech tygodniach 1Q2010 jest o kolejne 13% wyższa i wynosi 87 USD/t (w pierwszej połowie stycznia wzrost do 97 USD/t). Ceny ARA są również benchmarkiem dla cen węgla rosyjskiego. Utrzymanie się takich poziomów cenowych stwarza mniejszą presję na import węgla (jak miało to miejsce w ostatnich miesiącach), co nie powinno w 2010 roku wpływać na istotne w relacji do 2009 obniżki cen węgla krajowego. Jest to szczególnie istotne dla kopalń śląskich, które balansują na granicy rentowności. Pozytywnym czynnikiem dla kopalń są również niskie temperatury w styczniu, co zwiększa popyt na surowiec ze strony energetyki i powinno zmniejszyć nagromadzone zapasy (ok. 5 mln ton na koniec 3Q2009).

Telekomunikacja

Wejście Polkomtela na giełdę może się opóźnić

Według gazet główną przyczyną opóźnień są nieporozumienia między głównymi akcjonariuszami. KGHM miał jeszcze nie zdecydować, czy sprzeda swoje udziały a PGE ma nie być jeszcze na etapie rozmów z doradcami. Spekulacje o przesunięciu terminu wyjścia polskich udziałowców z Polkomtela (ostatnio podawany termin to marzec, oferta akcji na GPW) pojawiają się od jakiegoś czasu. Brak jednomyślności co do sposobu wyjścia i tego, czy w ogóle sprzedawać akcje operatora, może wynikać u niektórych udziałowców z obawy o prawdopodobną „utrąę” środków pozyskanych z transakcji przez dywidendę, której pomysłodawcą byłby Skarb Państwa. Z punktu widzenia zarządów spółek, płacący regularnie dywidendę Polkomtel jest lepszą alternatywą. Brak oferty operatora na GPW to dobra informacja dla TPSA, która najprawdopodobniej nie będzie miała porównywalnej alternatywy inwestycyjnej na GPW w sektorze telekomunikacyjnym.

P4, operator sieci Play, ma już 3 mln klientów

Na koniec 2008 roku Play miał ponad 2 mln klientów. Spółka planowała, że w 2009 roku jej przychody osiągną 1,3 mld PLN wobec 841 mln PLN w 2008 roku. W 2010 roku po raz pierwszy P4 ma osiągnąć pozytywną EBITDA. Rok 2009 był dla P4 bardzo udany i jako jedyny operator może pochwalić się takim wzrostem bazy abonenckiej, w dużym stopniu za sprawą decyzji administracyjnych, które utrzymują wysoką asymetrię stawek MTR – korzystną dla P4. Zgodnie z zapowiedzią Prezes UKE asymetria będzie się obniżać, jednak w naszej opinii P4 ma jeszcze 1,5 roku korzystnego dla siebie otoczenia.

P4 na sprzedaż?

Po raz kolejny w mediach pojawiają się spekulacje o sprzedaży udziałów w P4 przez dotychczasowych właścicieli (Novator, Germanos). Trudno ocenić, czy do transakcji dojdzie w tym roku. Z pewnością przedsięwzięcie zostało założone z myślą o późniejszej odsprzedaży inwestorowi branżowemu. Naszym zdaniem najbardziej prawdopodobne jest, że operatora kupi jeden z trzech zasiedziałych podmiotów (potencjalnie każdy z nich deklaruje zainteresowanie, kwestią otwartą pozostaje cena). Wraz ze zmniejszaniem się asymetrii MTR, P4 będzie coraz trudniej zdobywać nowych abonentów, więc presja na sprzedaż będzie rosła. Biorąc pod uwagę zakładającą przez UKE ścieżkę zmniejszenia asymetrii, dosyć komfortowe warunki dla P4 utrzymają się jeszcze przez 1,5 roku. Od tego czasu prawdopodobieństwo transakcji istotnie rośnie, wcześniej – kiedy jeszcze P4 znajduje się na ścieżce wzrostowej – raczej mało prawdopodobne.

KE ponownie upomina UKE za walkę z TP

Komisja Europejska wyraziła poważne wątpliwości wobec uznania przez UKE TPSA za firmę o znaczącej pozycji na rynkach wymiany usług internetowych (ruch IP) i sposobu, w jaki prezes UKE Anna Streżyńska chce na nich zapewnić konkurencję i równe traktowanie operatorów. W listopadzie ub.r. UKE otworzył konsultacje w sprawie projektu decyzji uznającej, że ze względu na znaczącą pozycję na rynku, na TP powinny ciążyć specjalne obowiązki, jeśli chodzi o tzw. świadczenie usługi wymiany ruchu IP typu peering z siecią TP. UKE twierdzi, że TP zmusza alternatywnych dostawców usług internetowych do korzystania z drogich połączeń za pośrednictwem należących do niej tzw. prywatnych punktów wymiany ruchu. Nie oczekujemy, żeby opinia KE zmieniła stanowisko UKE – w najlepszym dla TP wypadku może je złagodzić, jak miało to miejsce w przypadku MTR. Bez wpływu na kurs. Większe znaczenie ma informacja prasowa jakoby TP miała outsorsować zarządzanie siecią.



Netia (Trzymaj)

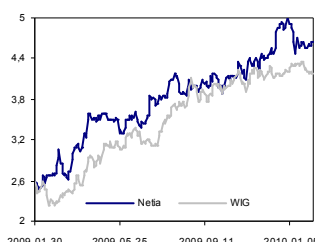
Cena bieżąca: 4,6 PLN

Cena docelowa: 4,3 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-06

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	838,0	1 112,4	32,7%	1 491,9	34,1%	1 525,4	2,2%	Liczba akcji (mln)	389,2
EBITDA	170,7	170,6	0,0%	292,0	71,1%	323,5	10,8%	MC (cena bieżąca)	1 805,7
marża EBITDA	20,4%	15,3%		19,6%		21,2%		EV (cena bieżąca)	1 610,7
EBIT	-103,8	-99,7	-4,0%	-2,1	-97,9%	33,7		Free float	100,0%
Zysk netto	-268,9	230,6		-10,4		37,4			
P/E		7,8				48,3		Zmiana ceny: 1m	-5,3%
P/CE	320,2	3,6		6,4		5,5		Zmiana ceny: 6m	15,4%
P/BV	1,0	0,9		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	85,6%
EV/EBITDA	10,8	9,4		5,5		4,7		Max (52 tyg.)	5,0
Dyid (%)	0,0	0,0		-0,6		2,1		Min (52 tyg.)	2,5



W 2010 roku spodziewamy się, że TPSA - po osiągnięciu porozumienia z UKE - przystąpi do bardziej agresywnej walki o klienta, co utrudni Netii zwiększanie bazy abonenckiej i będzie wywierało presję na koszty. W naszych prognozach jesteśmy bardziej sceptyczni, niż zarząd, co do możliwości osiągnięcia przez spółkę marży EBITDA w kolejnych latach. Przy naszych założeniach FCF generowany przez Netię w roku 2011 stanowi 5,8% EV przy 10,5% EV w przypadku TP (po uwzględnieniu wyższego CAPEX). Podtrzymujemy neutralną rekomendację inwestycyjną.

Netia nadal chce Dialog

Jak wynika z wypowiedzi Prezesa, Netia jest zainteresowana przejęciem od KGHM Telefonii Dialog, jednak w tej chwili nie prowadzi szczegółowych negocjacji na ten temat. To odpowiedź na wywiad Prezesa KGHM, który stwierdził, że chce sprzedać Dialog inwestorowi branżowemu, a nie jak dotychczas wprowadzić spółkę na GPW. Prezes nie odniósł się do ewentualnej ceny, nie widzi natomiast problemu ze sfinansowaniem ewentualnej transakcji. 22 lutego Netia opublikuje prognozę wyników na rok 2010. Przejęcie Dialogu przez Netię po rozsądnej cenie (poniżej 500 mln PLN) jest korzystne dla akcjonariuszy Netii. Widzimy szereg możliwych synergii płynących z takiego połączenia (efekt skali, pasujące do siebie – często nie pokrywające się - sieci dostępowe). O transakcji spekuluje się od lat. Na chwilę obecną to tylko nadal spekulacje.



TP SA (Akumuluj)

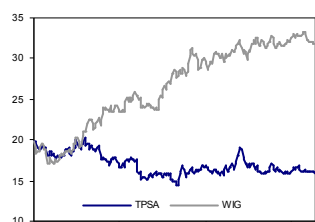
Cena bieżąca: 15,9 PLN

Cena docelowa: 19,2 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-10-30

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	18 244,0	18 165,0	-0,4%	16 610,4	-8,6%	16 163,2	-2,7%	Liczba akcji (mln)	1 335,6
EBITDA	7 721,0	7 630,0	-1,2%	6 430,2	-15,7%	6 494,2	1,0%	MC (cena bieżąca)	21 170,0
marża EBITDA	42,3%	42,0%		38,7%		40,2%		EV (cena bieżąca)	26 581,2
EBIT	3 282,0	3 313,0	0,9%	2 215,4	-33,1%	2 416,0	9,1%	Free float	46,0%
Zysk netto	2 273,0	2 188,0	-3,7%	1 444,1	-34,0%	1 663,4	15,2%		
P/E	9,8	9,9		14,7		12,7		Zmiana ceny: 1m	-1,0%
P/CE	3,3	3,3		3,7		3,7		Zmiana ceny: 6m	4,0%
P/BV	1,2	1,3		1,3		1,3		Zmiana ceny: 12m	-17,0%
EV/EBITDA	3,6	3,6		4,1		4,0		Max (52 tyg.)	20,2
Dyid (%)	12,0	10,7		9,5		9,6		Min (52 tyg.)	14,4



Podtrzymujemy pozytywną rekomendację dla akcji TP SA z 9-cio miesięczną ceną docelową na poziomie 19,2 PLN. Wyniki spółki za 4Q nie są tak istotne, jak tradycyjnie na początku roku ogłoszona rekomendacja zarządu dotycząca dywidendy oraz oczekiwania Zarządu co do perspektyw spółki w br. Naszym zdaniem cel stawiany przez Zarząd na 2009 rok wygenerowania 3 mld PLN wolnych przepływów gotówkowych zostanie osiągnięty. Przed TP dopasowanie kosztów do obecnych realiów rynkowych, co powinno być widoczne z każdym kolejnym kwartałem.

Prezes o najbliższej przyszłości

Prezes Witucki w udzielonym wywiadzie stwierdził, że narastająco przychody TP po 4Q spadły bardziej niż po 3Q (-7,6%), a w tym roku będą nadal spadały ale wolniej. W związku z tym, TP zwolni więcej pracowników, niż pierwotnie zakładano. Tegoroczny CAPEX wzrośnie do 16-18% przychodów, w związku ze zobowiązaniami inwestycyjnymi w stosunku do UKE. Zapowiedzi Prezesa nie są niczym, o czym spółka nie informowałaby już wcześniej. W naszych prognozach na roku 2009 zakładamy 8,3% spadek przychodów r/r, podobnie jak zapowiedzi dotyczące CAPEX (17,3% w prognozie). Dotychczas zakładaliśmy, że spółka zmniejszy zatrudnienie w roku 2010 o 2 tys. osób a w roku 2011 o kolejne 2 tys. Zapowiedź większych cięć zatrudnienia stanowi potencjał do wzrostu wyceny.

TP SA zmienia regulamin Neostrady

Od 1 marca TP zmienia regulamin świadczenia usług klientom szerokopasmowego dostępu do Internetu. Taka decyzja została wymuszona przez Regulatora, który zarządził operatorowi niewystarczające dbanie o interes klienta i gwarancje jego praw - w świetle obowiązującego prawa telekomunikacyjnego. Podobnie jak miało to miejsce w przypadku zmiany regulaminu świadczenia usług przez operatorów telefonii komórkowej czy zmiany regulaminu Neostrady w 2007 (rozdzielenie abonamentu od Neostrady), abonenci będą mogli zrezygnować (nie zaakceptować zmian) z usług operatora nawet jeśli są w okresie umowy. W ogłoszeniu prasowym dotyczącym nowego regulaminu znajduje się jednak informacja, że w przypadku rezygnacji z usług operator będzie żądał od klienta zwrotu ulgi jaką ten otrzymał w chwili podpisania umowy. Ten element ogranicza ryzyko jakie powstało dla TP w 2007 roku, kiedy w wyniku zmiany regulaminu Neostrady istotna liczba klientów zrezygnowała z usług operatora i przeniosła się do Netii. Wtedy klient nie ponosił jednak żadnych dodatkowych płatności wynikających z zerwania umowy.

Media

Oszczędności w TVP

Według doniesień "Gazety", w telewizji publicznej mocno ścinane są budżety ośrodków regionalnych. Za przykład podawane są ośrodki w Opolu, gdzie budżet na 2010 rok został zmniejszony o 50%, i Kielcach, gdzie stopnił do 29% wartości z 2008 roku (4 mln PLN wobec 9 mln PLN w 2009 i 14 mln PLN w 2008). Słabość programowa i finansowa telewizji publicznej (100 mln PLN straty brutto po 11 miesiącach) może naszym zdaniem przyczynić się w bieżącym roku do znacznego ograniczenia jej zdolności do konkutowania. Tym samym jest to pozytywna wiadomość dla TVN i Polsatu.

Ciąg dalszy informacji o kłopotach TVP

Rzecznik publicznej telewizji zapowiedział, że w 2010 roku mogą pojawić się przejściowe problemy z bieżącymi płatnościami na rzecz pracowników. Powodem jest zapaść na rynku reklamy telewizyjnej oraz malejące wpływy z abonamentu. Podtrzymujemy opinię, że problemy telewizji publicznej mogą się przełożyć na wyraźniejsze odbicie na rynku reklamowym. Historycznie to właśnie telewizja publiczna odpowiadała za początki cięć cen czasu reklamowego (2001-2002 oraz początek 2009) oraz hamowała wzrost cen w czasach koniunktury (2006-2008), gdyż dzięki wysokim wpływom z abonamentu była w stanie konkurować ceną z nadawcami komercyjnymi. Wraz ze spadkiem wpływów z abonamentu telewizja publiczna będzie bardziej skłonna do akceptowania cen rynkowych forsowanych przez komercyjne stacje.



Agora (Kupuj)

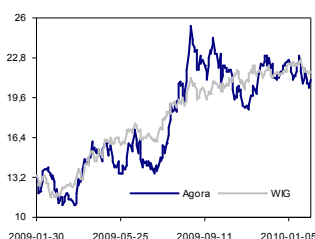
Cena bieżąca: 21 PLN

Cena docelowa: 23,7 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-13

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 272,3	1 277,7	0,4%	1 115,0	-12,7%	1 133,5	1,7%	Liczba akcji (mln)	52,4
EBITDA	198,6	128,4	-35,3%	130,9	1,9%	155,8	19,0%	MC (cena bieżąca)	1 101,2
marża EBITDA	15,6%	10,0%		11,7%		13,7%		EV (cena bieżąca)	996,1
EBIT	120,3	44,6	-62,9%	46,6	4,6%	71,2	52,6%	Free float	54,3%
Zysk netto	100,3	23,4	-76,7%	34,9	49,3%	60,1	71,9%		
P/E	11,5	49,3		31,5		18,3		Zmiana ceny: 1m	-6,3%
P/CE	6,5	10,8		9,2		7,6		Zmiana ceny: 6m	7,7%
P/BV	0,9	1,0		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	73,7%
EV/EBITDA	4,8	8,1		7,6		5,9		Max (52 tyg.)	25,4
Dyid (%)	1,6	0,0		1,6		2,7		Min (52 tyg.)	11,0



Pod koniec miesiąca Agora publikuje wyniki finansowe za 4Q2009, które naszym zdaniem powinny zostać przychylnie przyjęte przez inwestorów. Według naszych szacunków spółka notowana jest na koniec tego roku przy wskaźniku EV/EBITDA na poziomie 5,9 (przy medianie dla spółek porównawczych na poziomie 7,9) oraz FCF/EV na poziomie 9,5%. Naszym zdaniem stwarza to dla Agory istotny potencjał wzrostowy, który dodatkowo rośnie wraz z coraz bardziej optymistycznymi scenariuszami wzrostu gospodarczego w latach 2010-2011, które stwarzają idealną sytuację do odbicia na rynku reklamowym, w tym w segmencie prasowym. Korzystnie dla spółki zmienia się też kurs EUR/PLN, którego utrzymanie pozytywnie wpłynie na potencjał spółki do redukcji kosztu materiałów. Niekorzystny wpływ na notowania związany z potencjalnym wypadnięciem spółki z indeksu blue chipów został już naszym zdaniem uwzględniony w decyzjach inwestorów indeksowych. Podtrzymujemy zalecenie kupuj dla akcji spółki.

Wyniki sprzedaży dzienników w listopadzie

Sprzedaż ogółem „Gazety Wyborczej” w listopadzie spadła w porównaniu do 2008 roku o 14%. Sama sprzedaż kioskowa „Gazety” spadła o około 12,5%. W tym samym czasie sprzedaż „Rzeczpospolitej” spadła o 9,1%. Wyniki sprzedaży oceniamy jako przeciętne i wpisujące się w nurt ostatnich miesięcy. Negatywną informacją jest utrzymywanie się ujemnych dynamik innych tytułów na niższym poziomie, niż w przypadku „Gazety”.

Zakończenie notowania GDR w Londynie

Agora poinformowała o wycofaniu z LSE notowań swoich globalnych kwitów depozytowych z dniem 20 stycznia. Spółka już kilka miesięcy wcześniej informowała o takim zamiarze. Wycofanie się z listingu w Londynie będzie się wiązało z pewnymi oszczędnościami, jednak ich skala wydaje się nieistotna w porównaniu do skali działalności spółki (około kilkuset tysięcy złotych).

Sprzedaż outdooru w IVQ2009 o 17% w dół

Według danych zebranych przez Izbę Gospodarczą Reklamy Zewnętrznej, wartość rynku reklamy zewnętrznej spadła w całym 2009 roku o 14% do 607,1 mln PLN, a w samym czwartym kwartale spadła o 17% do 159,0 mln PLN. Jednocześnie zdaniem IGRZ rok 2010 będzie rokiem stabilizacji. Również w Agorze spodziewamy się, że czwarty kwartał był dla segmentu outdooru bardzo trudny. Pozostałe segmenty powinny jednak zaprezentować niższe dynamiki spadku przychodów reklamowych, co przeważa słabszy wynik outdooru.



Cyfrowy Polsat (Trzymaj)

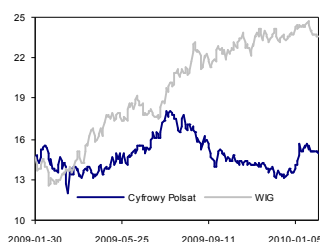
Cena bieżąca: 14,9 PLN

Cena docelowa: 14,9 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-02-03

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	796,7	1 136,3	42,6%	1 321,9	16,3%	1 380,8	4,5%	Liczba akcji (mln)	268,3
EBITDA	165,9	347,8	109,6%	307,1	-11,7%	395,8	28,9%	MC (cena bieżąca)	3 998,0
marża EBITDA	20,8%	30,6%		23,2%		28,7%		EV (cena bieżąca)	3 827,0
EBIT	145,1	324,3	123,4%	265,2	-18,2%	353,2	33,2%	Free float	31,8%
Zysk netto	113,4	269,8	137,8%	221,2	-18,0%	288,9	30,6%		
P/E	35,2	14,8		18,1		13,8		Zmiana ceny: 1m	7,6%
P/CE	29,8	13,6		15,2		12,1		Zmiana ceny: 6m	-12,4%
P/BV	65,4	13,5		12,6		8,7		Zmiana ceny: 12m	4,6%
EV/EBITDA	23,3	11,3		12,5		9,4		Max (52 tyg.)	18,1
Dyid (%)	0,0	0,9		5,0		3,7		Min (52 tyg.)	12,0



Z początkiem lutego ruszyła oferta szerokopasmowego dostępu do Internetu, która na przełomie pierwszego i drugiego kwartału zostanie zintegrowana z usługą płatnej telewizji. Widzimy duży potencjał płynący z takiej integracji, objawiający się przede wszystkim możliwością wzrostu ARPU, a także zmniejszenia churnu. Do czasu ustalenia szczegółów współpracy ze Sferią nie jesteśmy jednak w stanie dokonać inkorporacji rozszerzonego modelu biznesowego do wyceny. W związku z tym i wobec osiągnięcia naszej ceny docelowej przez kurs akcji, obniżamy zalecenie dla akcji Cyfrowego Polsatu do trzymaj.

Bardzo dobre wyniki sprzedaży w czwartym kwartale

Według wypowiedzi prezesa Libickiego, w czwartym kwartale liczba abonentów netto wzrosła o 286 tys. osiągając łączną wartość 3,2 mln użytkowników. Uzyskany wynik uważamy za znakomity, zwłaszcza w trudnym otoczeniu konkurencyjnym (dobre wyniki sprzedaży opublikowała również 'n', a ze swojego wzrostu ma być też zadowolona Cyfra Plus). Wydaje nam się, że tak dynamiczny wzrost platform cyfrowych w czwartym kwartale nie może pochodzić jedynie z samego poszerzenia rynku płatnej telewizji. Naszym zdaniem może dochodzić do częściowego nachodzenia się na siebie baz abonenckich platform i telewizji kablowych. Brak inwestycji w infrastrukturę oraz konsolidacji w segmencie kablówek powoduje, że oferta programowa nie może być już bardziej rozbudowana, a oferta jakości HD musi zostać ograniczona, co powoduje, że abonenci kablówek coraz częściej mogą się decydować na talerze platform cyfrowych. Z drugiej strony siła oferty triple play powoduje, że często abonentom nie opłaca się rezygnować z oferty kablówki i decydują się na kontynuowanie dwóch umów (z operatorem kablówkowym i platformy cyfrowej). Naszym zdaniem stwarza to duży potencjał dla Cyfrowego Polsatu w kontekście uruchomienia przez niego własnej oferty triple play.

Kara UOKiK za niedozwolone praktyki

UOKiK zdecydował o nałożeniu na spółkę kary w wysokości 993 tys. PLN za stosowanie w regulaminie niedozwolonych zapisów naruszających zbiorowe interesy konsumentów. Spółka zamierza odwoływać się od decyzji prezesa UOKiK. W wypadku niepomyślnego wyniku odwołania kara nie powinna jednak stanowić dotkliwego ciosu dla finansów spółki (około 0,4% prognozowanego na 2009 rok zysku netto).

Solorz-Żak o testach Internetu i perspektywach na 2010 rok

Zygmunt Solorz-Żak ocenił przebieg testów nad usługą szerokopasmowego dostępu do Internetu jako pozytywny. Obecnie sieć liczy 350 stacji bazowych, z których każda zapewnia odbiór szerokopasmowego Internetu w zasięgu 20 km. Dalszy rozwój sieci ma być uzależniony od zapotrzebowania na usługę, które zostanie zbadane po komercyjnym starcie oferty. Naszym zdaniem oferta dostępu do Internetu we współpracy ze Sferią jest bardzo dobrym pomysłem Cyfrowego Polsatu. Internet (a także telefonia komórkowa i pod koniec roku telefonia stacjonarna) pozwoli wyróżnić ofertę spółki spośród ofert innych platform cyfrowych. Ponadto wzmacnia on ofertę Cyfrowego Polsatu wobec ofert operatorów kablówkowych.

Główny akcjonariusz Cyfrowego Polsatu wypowiedział się na temat perspektyw związanych z 2010 rokiem stwierdzając, że o powtórzenie zeszłorocznych wyników sprzedaży będzie niezwykle trudno (476 tys. abonentów netto). Zgadza się z tą tezą – przy tak dużym nasyceniu rynku dalszy rozwój musi być zdecydowanie wolniejszy. Pewien potencjał dla rynku może płynąć jeszcze z nachodzenia na siebie baz abonenckich platform cyfrowych i telewizji kablówkowych.

Hawe przejęte przez Zygmunta Solorza?

Akcjonariusze Sferii złożyli deklarację chęci objęcia nowej emisji akcji Hawe w zamian za



wniesienie do Hawe 100 proc. akcji Sferii. Po transakcji odwrotnego przejęcia główny akcjonariusz Sferii Zygmunt Solorz-Żak chce być większościowym akcjonariuszem w nowym podmiocie. Transakcja ta mogłaby mieć w przyszłości pośredni wpływ na Cyfrowy Polsat poprzez projekt oferty szerokopasmowego Internetu i telewizji cyfrowej oferowanych wspólnie przez Sferię i Cyfrowy Polsat. Zakup Hawe przyspieszyłby zapewne tempo rozwoju infrastruktury. W tej chwili jednak jest naszym zdaniem zbyt wcześnie by mówić o jakichkolwiek korzyściach dla Cyfrowego Polsatu.



TVN (Kupuj)

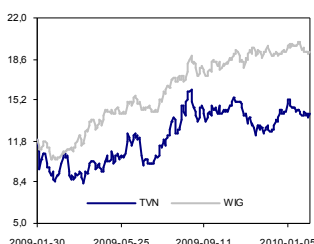
Cena bieżąca: 14 PLN

Cena docelowa: 14,6 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-02

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 554,7	1 897,3	22,0%	2 082,2	9,7%	2 423,5	16,4%	Liczba akcji (mln)	346,4
EBITDA	552,6	711,4	28,7%	596,2	-16,2%	620,2	4,0%	MC (cena bieżąca)	4 850,0
marża EBITDA	35,5%	37,5%		28,6%		25,6%		EV (cena bieżąca)	6 968,3
EBIT	480,5	631,9	31,5%	407,7	-35,5%	389,3	-4,5%	Free float	40,6%
Zysk netto	241,8	363,7	50,4%	192,3	-47,1%	142,5	-25,9%		
P/E	20,1	13,4		25,2		34,0		Zmiana ceny: 1m	-6,0%
P/CE	15,5	11,0		12,7		13,0		Zmiana ceny: 6m	10,3%
P/BV	3,4	3,0		3,0		2,8		Zmiana ceny: 12m	35,9%
EV/EBITDA	10,0	8,3		11,7		11,2		Max (52 tyg.)	16,0
Dyid (%)	2,7	2,5		4,1		0,0		Min (52 tyg.)	8,4



Wyniki czwartego kwartału będą w TVN przeciętne ze względu na koszty wzrostu bazy abonenckiej w ITI Neovision oraz koszty finansowe związane z rolowaniem długu. Obserwowane w ostatnim okresie umocnienie złotego względem euro oraz pojawiające się coraz optymistyczniejsze scenariusze dotyczące tempa wzrostu gospodarczego w Polsce w najbliższych dwóch latach powinny jednak naszym zdaniem spowodować, że słabsze wyniki w mniejszym stopniu zwrócą uwagę inwestorów, niż perspektywy związane z korzystniejszym otoczeniem makro i poprawą wyników w spółce. Jednocześnie, mimo, że wycena TVN jest wymagająca (11,2 EV/EBITDA 2010), to spółka wciąż jest notowana z dyskontem do mediany europejskich spółek telewizyjnych (11,5 EV/EBITDA). W stosunku do postrzeganej jako najbliższa profilowo CME, dyskonto na tegorocznym wskaźniku EV/EBITDA sięga 42% na rok bieżący i 34% na rok 2011. Duże wartości wskaźnika ceny do zysku (34 P/E) na bieżący rok i wynikający z nich duży poziom premii w stosunku do porównywalnych spółek (19,0 P/E) jest efektem pełnej konsolidacji mocno nierentownej platformy 'n'. Szacujemy, że już w 2011 roku premia ta zostanie całkowicie zredukowana. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Duży wzrost „n” w czwartym kwartale

Zgodnie z podanym komunikatem, liczba abonentów platformy 'n' przekroczyła na koniec grudnia wartość 697 tys. użytkowników, co oznacza około 127 tys. przyrostu w czwartym kwartale. Jednocześnie liczba użytkowników Telewizji na Kartę wzrosła do 440 tys. klientów. Wyniki sprzedaży są dużo lepsze od naszych oczekiwań. W kontekście wyników czwartego kwartału, tak duży wzrost może oznaczać słabsze rezultaty tego okresu, jednak są to koszty rozwoju, które powinny być przyjęte ze zrozumieniem przez akcjonariuszy. Nadal uważamy platformę za główny czynnik ryzyka inwestycyjnego w akcje TVN, jednak wobec wypracowanej w czwartym kwartale bazy abonenckiej rośnie szansa, że rentowność EBITDA uda się osiągnąć już w tym roku.

Były plany przejęcia TV Puls

Rzecznik TVN Karol Smolağ poinformował, że w przeszłości TVN składał ofertę na zakup pakietu w TV Puls, ale się z niej wycofał. Wydaje się nam, że inwestycja w TV Puls byłaby bardziej próbą zablokowania ewentualnej konkurencji, niż dalszego rozwoju segmentu telewizyjnego poprzez akwizycje (spółka zdaje się preferować rozwój własnych stacji od podstaw, tak by w pełni pasowały do modelu całej Grupy). Głównym aktywem TV Puls wydają się miejsca jakie mają mu zostać przyznane na multipleksach naziemnej telewizji cyfrowej.

Solorz-Żak wierzy we wzrost przychodów Telewizji Polsat w tym roku

Zdaniem Zygmunta Solorza-Żaka, po kilkunastoprocentowym spadku przychodów w 2009 roku, Telewizja Polsat zanotuje w roku bieżącym wzrost. Podzielamy stanowisko właściciela Polsatu, że w tym roku rynek reklamowy oraz segment telewizyjny powinny zanotować wzrost wartości. Oczekujemy 3% wzrostu wartości rynku reklamowego w 2010 roku.



WSiP (Trzymaj)

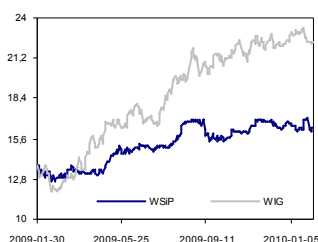
Cena bieżąca: 16,4 PLN

Cena docelowa: 17,2 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-03

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	224,9	198,2	-11,9%	196,2	-1,0%	198,2	1,0%	Liczba akcji (mln)	24,8
EBITDA	34,6	50,0	44,5%	41,2	-17,6%	42,7	3,6%	MC (cena bieżąca)	405,1
marża EBITDA	15,4%	25,2%		21,0%		21,5%		EV (cena bieżąca)	366,9
EBIT	29,8	46,3	55,1%	37,2	-19,7%	38,6	3,8%	Free float	0,0%
Zysk netto	49,2	39,1	-20,5%	30,5	-22,1%	32,0	5,2%		
P/E	8,8	10,4		13,3		12,6		Zmiana ceny: 1m	-1,4%
P/CE	8,0	9,5		11,8		11,2		Zmiana ceny: 6m	3,5%
P/BV	3,5	3,7		4,0		3,9		Zmiana ceny: 12m	23,9%
EV/EBITDA	10,5	7,5		8,9		8,6		Max (52 tyg.)	17,1
Dyid (%)	6,5	11,0		9,7		7,5		Min (52 tyg.)	12,6



W wyniku przeprowadzonego przez Advent International wezwania, fundusz skupi ponad 75% akcji Wydawnictw, co po uwzględnieniu akcji własnych posiadanych przez spółkę daje około 84% kapitału zakładowego. Do planowanego zdjęcia spółki z warszawskiego parkietu Advent potrzebuje jeszcze co najmniej 6% kapitału zakładowego. Obecna wycena naszym zdaniem w dużym stopniu odzwierciedla potencjał spółki. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Parametry skupu akcji własnych

Według złożonych zapisów, 7 stycznia WSiP dokonał skupu 2.478.873 akcji własnych po cenie 17,75 PLN za akcję. Łącznie złożonych zostało 178 zapisów na łączną liczbę 17.918.412 akcji, co stanowi 72,4% kapitału zakładowego spółki. Stopa redukcji wyniosła 86,17%.

Nowa cena w wezwaniu Pahoa Investments

Fundusz Pahoa poinformował o podniesieniu ceny, po jakiej kupowane będą akcje WSiP, z 16,35 PLN do 17,15 PLN za akcję. Bez zmian pozostał ostateczny termin zakończenia przyjmowania zapisów, który upłynął 29 stycznia 2010 roku. Nowa cena zdecydowanie zwiększa szanse osiągnięcia celu jaki postawiła sobie w wezwaniu Pahoa – skupienia 80% akcji Wydawnictw. Choć uważamy, że prawdopodobieństwo sukcesu wezwania jest obecnie duże to jednak jego losy nie są naszym zdaniem przesądzone. Po uwzględnieniu skupionych w buybacku akcji, kapitalizacja spółki implikowana nową ceną wezwania wynosi 366,5 mln PLN. Stoimy na stanowisku, że pomijając wyjątkowy rok 2009, który ze względu na zmianę ram programowych charakteryzował się bardzo wysokimi kosztami promocji, spółka w kolejnych latach będzie w stanie choć nieznacznie obniżyć koszty marketingu i osiągnąć wynik netto przekraczający 30 mln PLN. Uwzględniając ponadto, że po przeprowadzeniu buybacku spółce powinno pozostać około 10-15 mln PLN wolnych środków pieniężnych potencjalny dividend yield zakładający wypłatę całości zysku w kolejnych latach wynosi około 8,2%. Przeszkodą dla wypłaty dywidendy w przyszłym roku mogłoby być ewentualnie zaangażowanie w proces prywatyzacyjny Bellony. O ile jednak cena ewentualnego zakupu będzie kreowała wartość dla spółki brak dywidendy przez jeden rok (nie sądzimy by Bellona mogła kosztować nawet jednoroczny zysk netto WSiP) nie powinien decydować o utracie atrakcyjności akcji spółki. Nie sądzimy natomiast by racjonalnym uzasadnieniem dla oddawania akcji były duże plany inwestycyjne jakie wiąże ze WSiP Pahoa Investments, gdyż teza ta zakłada jednocześnie rzeczywiste przejęcie kontroli nad spółką przez fundusz, co naszym zdaniem wciąż pozostaje sprawą otwartą.

Advent rezygnuje z wymogu 80% akcji skupionych w wezwaniu

Advent odstąpił od ustalonego wcześniej w warunkach wezwania minimalnego progu 80% kapitału zakładowego jaki musi być skupiony w wezwaniu. Jednocześnie PAP poinformował, że według wstępnych szacunków Advent International kupi w wezwaniu około 70% akcji Wydawnictw Szkolnych i Pedagogicznych.

IT

408 mln PLN do wydania już w 2010 roku

Prognozowane na 2010 r. wydatki na projekty z obszaru informatyzacji państwa to około 408 mln PLN. Kwota ta wynika z deklaracji beneficjentów 7 osi priorytetowej (budowa elektronicznej administracji) Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka. Realizacja tej sumy stanowiłaby znaczne przekroczenie naszych oczekiwań. Spodziewamy się rozstrzygnięcia przetargów na kwotę około 3,5 mld PLN, jednak samej realizacji projektów oczekujemy poza wyjątkami dopiero w 2011 roku. Realizacja kontraktów za ponad 400 mln PLN już w 2010 roku byłaby więc pozytywnym zaskoczeniem.

ZUS ogłosił przetarg na system kierowania ruchem klientów

Zakład Ubezpieczeń Społecznych ogłosił przetarg, którego przedmiotem będzie dostarczenie i wdrożenie sprzętu i oprogramowania do Systemu Kierowania Ruchem klientów w Terenowych Jednostkach Organizacyjnych ZUS (346 lokalizacji na terenie Polski), przeprowadzenie instruktaży oraz zapewnienie wsparcia w utrzymaniu dostarczonego rozwiązania. Z wysokości wadium (0,5 mln PLN) wynika, że minimalna wartość kontraktu szacowana jest na min. 16,7 mln PLN. Wartość całej Platformy Usług Elektronicznych dla klientów ZUS, w ramach której realizowany jest system kierowania ruchem, szacowana jest na 100 mln PLN i pochodzi z programu mającego na celu budowę elektronicznej administracji.

ATM

Podpisanie umów z CPI MSWiA

ATM poinformował o podpisaniu dwóch umów z CPI MSWiA. Przedmiotem pierwszej z nich jest zaprojektowanie, wykonanie, dostarczenie i wdrożenie ogólnopolskiej sieci teleinformatycznej dla potrzeb obsługi numeru alarmowego 112 (OST112). Wartość umowy wynosi 148 778 652,30 PLN brutto, z możliwością rozszerzenia do kwoty nie większej niż 151 778 652,30 PLN brutto. Termin wykonania umowy określono na 23 grudnia 2011 r. Przedmiotem drugiej z zawartych umów jest zestawienie sieci OST112 i świadczenie w niej usług transmisji danych. Wartość umowy wynosi 218 238 650,80 PLN brutto, z możliwością rozszerzenia do kwoty nie większej niż 220 238 650,80 PLN brutto. Umowa będzie realizowana do 31 grudnia 2013 r. W umowie przewidywane jest zawarcie aneksu dotyczącego przedłużenia okresu świadczenia przez Emitenta usług transmisji danych do końca 2016 roku. Informacja o wyborze oferty ATM jako najkorzystniejszej w tych przetargach pojawiła się już w grudniu, dlatego fakt ostatecznego podpisania umowy nie powinien stanowić dużego zaskoczenia dla rynku.

Comarch

Umowa z Agencją Rynku Rolnego

Comarch podpisał umowę na 12-miesięczny serwis zintegrowanego systemu informatycznego ARR. Kwota kontraktu to 7,3 mln PLN. Kontrakt stanowi około 1,0% przychodów, jakie spółka najprawdopodobniej zrealizuje w 2009 roku.

Dwa kontrakty z Mazowiecką Spółką Gazownictwa

Comarch wygrał dwa przetargi na prace dla Mazowieckiej Spółki Gazownictwa o łącznej wartości 2,25 mln PLN. Oba zamówienia dotyczą dostaw fabrycznie nowego sprzętu informatycznego. Wartość kontraktów to około 0,3% prognozowanych przez nas na 2009 rok przychodów.

Kontrakt w ramach SISP

Comarch wygrał przetarg organizowany przez Centralny Ośrodek Informatyki Statystycznej na dostawę licencji oprogramowania z prawem do aktualizacji i opieką serwisową organizowany w ramach projektu System Informacyjny Statystyki Publicznej (SISP). Wartość oferty złożonej przez spółkę to 20,3 mln zł netto. Szacujemy, że termin realizacji kontraktu to 2013 rok, przy czym większość (szacujemy, że około 75%) wartości kontraktu przypadnie na pierwsze dwa lata. Backlog 2010 roku zostanie więc zasilony kwotą około 7,5 mln PLN. Warto zwrócić uwagę, że SISP jest kolejnym projektem prowadzonym w ramach programu tworzenia elektronicznej administracji, na który rozpoczynają się przetargi. Podtrzymujemy naszą tezę, że łączna ich wartość z tego tytułu (łącznie z projektami realizowanymi bezpośrednio przez CPI MSWiA) przekroczy w tym roku 3,5 mld PLN.

Rok pod znakiem inwestycji w segment handlu i usług

Zgodnie z wypowiedzią wiceprezesa spółki Marcina Warwasa Comarch zamierza zainwestować w tym roku około 40 mln PLN w rozwój oferty dla segmentu handlu i usług. W ramach tej kwoty mają m.in. zostać wybudowane centra przetwarzania danych w Niemczech i Francji. Oczekiwaliśmy, że całość tegorocznych inwestycji Comarchu zamknie się kwotą 45 mln PLN. Szeroki plan inwestycyjny dla segmentu handlu i usług oznaczać będzie istotne przekroczenie tej kwoty. Wydaje nam się, że kierunek jest słuszny, gdyż po zakupie SoftM

spółka zdobyła przede wszystkim know-how i klientów. W celu intensywniejszego ich wykorzystania i stworzenia przez to korzyści musi wzbogacić swoją ofertę. Przejściowy wpływ tych inwestycji na raportowane wyniki może być jednak, podobnie jak w przypadku innych tego typu projektów Comarchu, negatywny.

Comp Safe Support

Wartość portfela kontraktów

Zgodnie z informacją podaną przez Roberta Tomaszewskiego portfel kontraktów Comp Safe Support ma wartość 70 mln PLN, przy 35 mln PLN przed rokiem, przy czym wzrost ten wynika w dużej mierze z większych wpływów planowanych w tym roku z tytułu kontraktu na System Elektronicznego Dozoru. W całym 2010 roku spółka ma osiągnąć kilkunastoprocentową dynamikę zysku netto.

Qumak Sekom

Wartość backlogu przekroczyła 170 mln PLN

W wypowiedzi dla PAP wiceprezes Qumaka, Aleksander Plata oszacował wartość portfela kontraktów na 2010 rok na 170 mln PLN. Jednocześnie wiceprezes potwierdził plany wypłacenia przez spółkę dywidendy, choć nie ustalono jeszcze kwoty jaką zarząd zarekomenduje WZA do wypłaty akcjonariuszom. Portfel kontraktów oceniamy jako bardzo dobry już w tym momencie. Należy ponadto zwrócić uwagę, że spółka ma szanse na kolejne kontrakty na stadionach, a będzie się również liczyć w przetargach publicznych związanych z budową elektronicznej administracji.

Wasko

Wyniki 2010 lepsze od ubiegłorocznych, choć na wciąż słabym rynku

Zdaniem prezesa Kosobudzkiego Wasko powinno wypracować w 2010 roku lepszy wynik niż zaraportuje za 2009 rok. Nie uważa on jednak, by już w bieżącym roku mogło nadejść znaczące ożywienie na rynku informatycznym. Jego zdaniem duże przetargi rozpisywane w administracji będą dotyczyły budowy systemów i nie będą się wiązały z większymi zamówieniami sprzętowymi. Obecny backlog spółki kształtuje się na poziomie porównywalnym z poprzednim rokiem. Ożywienia w segmencie sprzętowym oczekujemy dopiero na przełomie 2010 i 2011 roku. Źródłem poprawy wyników w spółce mogą być natomiast oszczędności, jakie spółka wprowadzała w ramach działań restrukturyzacyjnych w 2009 roku.

Wola Info

Umowa z PTC

Spółka podpisała z Polską Telefonią Cyfrową umowę na wdrożenie i utrzymanie systemu informatycznego o wartości 4,57 mln PLN. Przedmiotem umowy jest dostarczenie oprogramowania, wdrożenie systemu oraz świadczenie usług utrzymania oprogramowania.



AB (Kupuj)

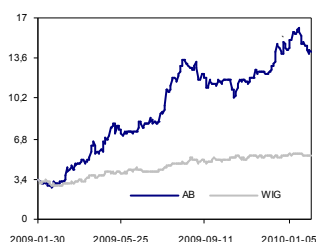
Cena bieżąca: 14,2 PLN

Cena docelowa: 15,13 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-08-06

(mIn PLN)	2007/08	2008/09P	zmiana	2009/10P	zmiana	2010/11P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 012,2	2 929,5	-2,7%	2 788,9	-4,8%	2 866,7	2,8%	Liczba akcji (mln)	16,0
EBITDA	39,5	88,4	123,9%	40,5	-54,2%	52,0	28,5%	MC (cena bieżąca)	225,7
marża EBITDA	1,3%	3,0%		1,5%		1,8%		EV (cena bieżąca)	401,2
EBIT	35,2	83,1	136,0%	35,0	-57,8%	46,5	32,7%	Free float	41,9%
Zysk netto	16,1	27,7	72,3%	20,0	-27,7%	23,8	18,7%		
P/E	14,0	8,1		11,3		9,5		Zmiana ceny: 1m	-1,6%
P/CE	11,1	6,8		8,8		7,7		Zmiana ceny: 6m	15,6%
P/BV	1,1	1,0		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	357,9%
EV/EBITDA	10,8	4,8		9,9		7,5		Max (52 tyg.)	16,1
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,7



Na początku marca spółka publikuje raport półroczny, który zawierać będzie wyniki naszym zdaniem bardzo udanego drugiego kwartału. W ostatnich dwóch tygodniach akcje spółki straciły na wartości około 12%, co według nas ponownie stwarza potencjał wzrostowy dla kursu. Podtrzymujemy rekomendację kupuj dla akcji AB.



Action (Kupuj)

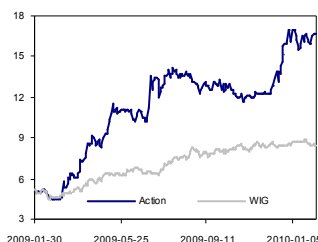
Cena bieżąca: 16,7 PLN

Cena docelowa: 18,49 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-22

(mIn PLN)	2006/07	2007/08	zmiana	2008/09P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 797,5	2 343,4	30,4%	3 067,4	30,9%	2 142,3	-30,2%	Liczba akcji (mln)	17,2
EBITDA	37,7	66,3	75,8%	59,9	-9,6%	49,0	-18,3%	MC (cena bieżąca)	287,7
marża EBITDA	2,1%	2,8%		2,0%		2,3%		EV (cena bieżąca)	394,0
EBIT	30,4	58,3	91,9%	46,6	-20,0%	40,1	-14,0%	Free float	35,9%
Zysk netto	22,0	33,8	53,4%	29,9	-11,5%	27,0	-9,8%		
P/E	12,4	8,5		9,6		10,7		Zmiana ceny: 1m	-1,5%
P/CE	9,3	6,9		6,7		8,0		Zmiana ceny: 6m	21,1%
P/BV	1,9	1,6		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m	230,7%
EV/EBITDA	9,0	6,6		6,6		7,8		Max (52 tyg.)	17,0
Dyid (%)	0,0	1,5		8,2		2,2		Min (52 tyg.)	4,4



Wyniki dwóch ostatnich miesięcy roku (skrócony kwartał) powinny być dobre pomimo zaksięgowania około 1,5 mln PLN straty na transakcji sprzedaży. Na bieżący rok spółka notowana jest przy wskaźnikach 10,7 P/E oraz 7,8 EV/EBITDA. Stwarza to naszym zdaniem istotny potencjał dla wzrostu kursu akcji w przyszłości. Mimo oczekiwanych przez nas trudności na rynku dystrybucji IT, najwięksi gracze powinni wyjść z nich obronną ręką. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Sprzedaż udziałów w Action Ukraina

Spółka poinformowała o sprzedaży 51% udziałów w Action Ukraina dotychczasowemu wspólnikowi – brytyjskiej firmie BlueMare LPP (kontrolowanej przez Olega Baliasza). Cena sprzedaży posiadanego pakietu to 2 mln USD. Action zainwestował w Action Ukraina na początku 2004 roku płacąc za udziały 917 tys PLN. W 2007 roku miało miejsce podniesienie kapitału zakładowego spółki, w którym udział Actionu wyniósł około 510 tys. USD. Podpisane w tamtym okresie przyrzeczenie odkupu (obowiązujące do końca 2009 roku) zakładało zapłacenie za udziały Actionu 4,08 mln USD + 51% zysku wypracowanego w okresie 1 stycznia 2007 – 31 grudnia 2008 nie przeznaczonego na dywidendę). Uzyskana kwota jest zatem z nieznanych przez nas powodów niższa od wtedy wynegocjowanej. Biorąc jednak pod uwagę straty generowane obecnie przez ukraińską spółkę (według naszych szacunków za ten rok obrotowy przekroczy ona 5 mln PLN) pozbycie się ukraińskich aktywów pozytywnie przełoży się na wypracowywane wyniki.

Pod koniec roku nawet 30% dynamika przychodów?

Zdaniem Prezesa Bielińskiego pierwsze 7-8 miesięcy roku może być bardzo trudne dla dystrybucji IT. Ożywienia oczekuje w drugiej części roku, gdzie w ostatnim kwartale może mieć miejsce nawet 30% wzrost obrotów spółki. Zgadzamy się z tezą, że początek roku pozostanie okresem bardzo trudnym dla branży, po czym w końcówce roku może nastąpić stopniowy powrót koniunktury. 30% wzrost wydaje nam się jednak zbyt ambitnym celem na czwarty kwartał. Oczekiwaliśmy raczej maksymalnie kilkunastoprocentowego wzrostu obrotów w tym okresie.

Sferis nie na sprzedaż, dywidenda co najmniej 20%

W wywiadzie dla PAP prezes Bieliński zapowiedział, że Sferis nie podzieli losu Action Ukrainy i nie zostanie sprzedany. Przewiduje również, że spółkę zależną uda się w tym roku wyprowadzić na rentowność. Według nas Sferis ma z pewnością dużo większe szanse na wyjście na rentowność niż niedawno sprzedany Action Ukraina. Cel postawiony przez prezesa spółce jest więc wykonalny, aczkolwiek ambitny. W odniesieniu do planowanej za zakończony rok obrotowy dywidendy prezes zapowiedział, że rozważana jest opcja wypłaty wyższej niż standardowo (20%) części wypracowanego zysku netto. Mimo planowanej rozbudowy magazynów w Zamieniu obecna pozycja gotówkowa spółki wzmocniona dodatkowo przez sprzedaż akcji własnych stwarza możliwość wypłaty wyższej dywidendy bez stwarzania trudności w zarządzaniu płynnością spółki.

**ASBIS (Trzymaj)**

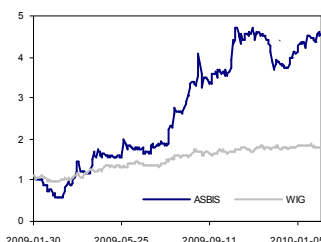
Cena bieżąca: 4,6 PLN

Cena docelowa: 4,23 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-02-03

(m ln USD)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Przychody	1 397,3	1 495,3	7,0%	1 159,2	-22,5%	1 270,0	9,6%	Liczba akcji (mln)	55,5
EBITDA	27,6	18,2	-34,2%	6,6	-63,7%	17,0	157,1%	MC (cena bieżąca)	253,1
marża EBITDA	2,0%	1,2%		0,6%		1,3%		EV (cena bieżąca)	263,5
EBIT	25,7	15,3	-40,4%	3,6	-76,6%	13,8	285,5%	Free float	34,2%
Zysk netto	18,7	4,0	-78,5%	-1,4		6,9			
P/E	4,7	22,1				12,8		Zmiana ceny: 1m	10,1%
P/CE	4,3	13,0		56,9		8,8		Zmiana ceny: 6m	72,7%
P/BV	0,9	0,9		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	338,5%
EV/EBITDA	3,1	5,9		14,0		5,9		Max (52 tyg.)	4,7
Dyid (%)	2,9	10,1		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	0,6



Asbis osiągnął pozytywne momentum na wynikach i czwarty kwartał powinien być jego kontynuacją. Wydaje nam się jednak, że bieżąca wycena dyskontuje już tegoroczną poprawę wyników. Fundamenty wzrostu na Ukrainie i w Rosji pozostają na tyle kruche, że za wcześnie naszym zdaniem na ponoszenie prognoz dynamiki przychodów z tych regionów. W związku z powyższym, uwzględniając wzrost kursu akcji w ostatnim miesiącu, obniżamy nasze zalecenie dla akcji Asbisu do trzymaj.



Asseco Poland (Kupuj)

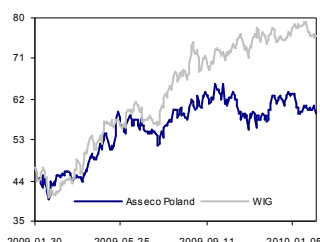
Cena bieżąca: 59 PLN

Cena docelowa: 71,9 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-19

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 282,4	2 786,6	117,3%	3 017,6	8,3%	3 193,7	5,8%	Liczba akcji (mln)	77,6
EBITDA	274,5	591,8	115,6%	660,4	11,6%	681,0	3,1%	MC (cena bieżąca)	4 576,4
marża EBITDA	21,4%	21,2%		21,9%		21,3%		EV (cena bieżąca)	5 031,7
EBIT	236,7	494,3	108,9%	546,5	10,6%	573,8	5,0%	Free float	55,1%
Zysk netto	161,0	321,6	99,7%	377,9	17,5%	365,5	-3,3%		
P/E	28,4	14,2		12,1		12,5		Zmiana ceny: 1m	-6,6%
P/CE	23,0	10,9		9,3		9,7		Zmiana ceny: 6m	-1,5%
P/BV	2,2	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	33,6%
EV/EBITDA	17,5	7,9		7,6		7,3		Max (52 tyg.)	65,4
Dyid (%)	0,6	2,6		2,4		2,4		Min (52 tyg.)	40,0



Po oczekiwanych przez nas dobrych wynikach czwartego kwartału, całoroczny zysk netto spółki sięgnie 378 mln PLN, co przy obecnej rynkowej wycenie implikuje wskaźnik P/E za miniony rok na poziomie 12,5, który po uwzględnieniu posiadanych akcji własnych spada do 10,8. Notowaniom spółki nie pomagają wisiąca nad rynkiem podaże 3,4 mln akcji w związku z planowanymi przejęciami, a także zamieszanie prasowe związane z kontraktem na KSI w ZUS. Trudno też będzie w spółce dominującej całkowicie zapłacić w tym roku lukę po zakończonych kontraktach w PKO BP CEPIK. Mimo, że bieżący rok będzie naszym zdaniem nieco mniej udany od poprzedniego (12,5 P/E), to jednak inwestycja w spółkę jest według nas najprostszą i stosunkowo tanią drogą zdobycia ekspozycji na duże przetargi publiczne, jakie według nas będą miały w sektorze publicznym w tym roku. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Emisja 3,41 mln akcji

Asseco poinformowało w komunikacie o zamiarze wyemitowania 3,41 mln akcji serii I z prawem poboru dotychczasowych akcjonariuszy. Jednocześnie spółka umorzy taką samą liczbę posiadanych akcji własnych. Emisja odbędzie się w drodze subskrypcji zamkniętej. Dniem ustalenia prawa poboru będzie 4 lutego, a do objęcia jednej akcji będzie uprawniało 20 praw poboru. Celem emisji jest sfinansowanie zagranicznych akwizycji. Emisja jest zgodna z wcześniejszymi zapowiedziami zarządu spółki. Wisiąca nad rynkiem dodatkowa podaże walorów była naszym zdaniem jednym z powodów niepełnego dyskontowania przez rynek dobrych wyników i perspektyw spółki.

Kontrakt dla ABG

ABG, spółka zależna Asseco Poland, podpisała kontrakt z Lubelskim Oddziałem Wojewódzkiego NFZ, którego przedmiotem jest modyfikacja serwerów. Kwota kontraktu to 1,95 mln PLN netto.

Kontrakt dla Postdata na Poczcie Polskiej

Postdata, spółka stowarzyszona Asseco Poland otrzymała zlecenie od Poczty Polskiej na utrzymanie i serwis systemu informatycznego „Mrówka”. Wartość kontraktu wynosi 12,81 mln PLN netto. Postdata nie jest spółką konsolidowaną, dlatego kontrakt nie będzie najprawdopodobniej wliczany do portfela kontraktów Grupy. Wynik netto Postdata zostanie rozpoznany natomiast na poziomie wyniku netto Asseco Poland.

Nowe kontrakty w CEPIKu

Asseco Poland przedłużyło umowę z MSWiA na serwis i utrzymanie CEPIK oraz podpisało umowę na dalszy rozwój systemu. Za usługę utrzymania i serwisu Systemu Informatycznego CEPIK przez 18 miesięcy spółka otrzyma 48,12 mln zł netto. Natomiast za usługi rozwoju systemu w 2010 r. 7,88 mln zł netto. Oba zamówienia udzielone zostały giełdowej spółce według procedury negocjacyjnej bez uprzedniego ogłoszenia, gdyż, jak podano, zlecenia to mogły być wykonane jedynie przez Asseco Poland z przyczyn technicznych. Z powyższej łącznej wartości 56 mln PLN netto około 40 mln PLN zasili portfel kontraktów 2010 roku. Tym samym wartość przychodów z tego projektu zmniejszy się w porównaniu do lat ubiegłych (ok. 58 mln PLN w 2008, około 52 mln PLN prognozujemy na 2009). W poprzednich latach jednak realizowane były wciąż prace związane z budową systemu i dlatego zaledwie nieznaczny spadek przychodów po jego ukończeniu jest według nas pozytywną informacją. Uzasadnienie dla pominięcia procedury przetargowej podane przez MSWiA świadczy naszym zdaniem o dużej przewadze konkurencyjnej spółki i uprawdopodobnia kontynuację obsługi systemu w przyszłości.

Wywiad z prezesem Góralem

W wywiadzie dla PAP prezes Adam Góral wypowiedział się na temat perspektyw dla rynku na 2010 rok stwierdzając, że może być on nawet trudniejszy niż rok ubiegły, gdyż najprawdopodobniej większość przedsiębiorstw pozostanie ostrożna w wydatkowaniu pieniędzy na nowe technologie. Zgadza się z tezą, że sektor przedsiębiorstw i instytucji finansowych w 2010 będą najprawdopodobniej ostrożnie podchodzić do budżetowania wydatków na informatykę i w związku z tym nie należy raczej oczekiwać wzrostu wartości tych segmentów. Dodał jednak, że posiadany przez spółkę portfel kontraktów czyni Asseco Poland dobrze przygotowane na wszelkie ewentualne trudności związane z bieżącym rokiem. Sektorami, które mogą zwiększyć swoje wydatki na IT są sektor publiczny i energetyka. W przypadku sektora publicznego oczekujemy rozstrzygnięcia w tym roku dużej ilości przetargów. Pierwsze pieniądze pojawią się jednak w większości przypadków dopiero w 2011 roku. Sam fakt rozstrzygania przetargów powinien już znajdować odzwierciedlenie w kursach akcji spółek informatycznych. Podobnie w przypadku energetyki: stoimy na stanowisku, że dynamiczniejszy wzrost segmentu nastąpi raczej dopiero w 2011 roku. Asseco Poland zamierza wystartować w większości rozpisywanych dużych przetargów publicznych związanych z programem tworzenia elektronicznej administracji. Bardzo liczy na uruchomienie przetargów na centralne rejestry w służbie publicznej. Są to bardzo duże przetargi (w sumie ponad 750 mln PLN), w których Asseco Poland jest faworytem do zgarnięcia sporej części puli. Wyniki 4Q2009 powinny być zgodne z oczekiwaniami a prezes nie przewiduje żadnych jednorazowych wydarzeń wpływających na ich wartość. Spółka wypłaci najprawdopodobniej dywidendę w zakresie górnej granicy przewidzianej polityką dywidendową (40%). Przy naszych prognozach da to blisko 149 mln PLN dywidendy (1,92 PLN na akcję), co będzie stanowiło 3,2% yieldu.

Kontrakt w BGK

Asseco Poland zdobyło kontrakt w Banku Gospodarstwa Krajowego na modyfikację informatycznego systemu bankowego def2000. Wartość zlecenia to 2,6 mln PLN z VAT. Zamówienie zostało udzielone Asseco Poland w ramach procedury negocjacyjnej bez ogłoszenia, gdyż spółka jest twórcą def2000.



Komputronik (Trzymaj)

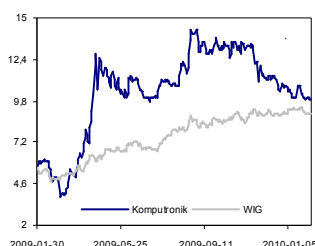
Cena bieżąca: 9,9 PLN

Cena docelowa: 11,56 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-08

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	519,3	758,7	46,1%	1 025,4	35,2%	916,9	-10,6%	Liczba akcji (mln)	8,2
EBITDA	15,2	15,0	-1,4%	10,1	-32,5%	16,2	60,2%	MC (cena bieżąca)	81,0
marża EBITDA	2,9%	2,0%		1,0%		1,8%		EV (cena bieżąca)	120,6
EBIT	13,5	10,0	-26,2%	2,3	-76,6%	10,8	362,3%	Free float	25,2%
Zysk netto	10,3	5,8	-43,6%	2,2	-63,0%	7,5	247,9%		
P/E	7,1	13,9		37,5		10,8		Zmiana ceny: 1m	-5,0%
P/CE	6,1	7,4		8,1		6,2		Zmiana ceny: 6m	-8,5%
P/BV	0,8	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	64,7%
EV/EBITDA	2,8	6,5		11,9		7,6		Max (52 tyg.)	14,3
Dyid (%)	0,7	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,8



Mimo, że wyniki czwartego kwartału pokażą najprawdopodobniej poprawę sytuacji finansowej w Karenie, spółka zależna nadal pozostanie nierentowna, a również kondycja samego Komputronika nie wskazuje na szybkie nadejście przełomu. Dodatkowym czynnikiem ryzyka pozostają wciąż zagrożone należności od Techmeksu. Fakt przejęcia akcji należących do prezesa Studenckiego, jak również złożenie wniosku o zamianę upadłości likwidacyjnej bielskiej spółki na upadłość układową, wskazują na chęć kapitałowego zaangażowania w Techmex z nadzieją na późniejszą odsprzedaż akcji z zyskiem. Ruch ten oceniamy pozytywnie, gdyż w przypadku upadłości likwidacyjnej nie uważamy odzyskania należności za pewne.

Ograniczanie działalności operacyjnej w Techmeksie

Prasa informuje o stopniowym ograniczaniu działalności operacyjnej w Techmeksie. Spółka zaprzestała serwisowania sprzętu Toshiba, zlikwidowała swój oddział w Gdańsku oraz biuro w Warszawie. Zatrudnienie spadło z 270 etatów przed rokiem do około 70-80 obecnie. W najbliższym czasie sąd ma rozpatrzyć wnioski Techmeksu oraz wspólny Komputronika i Karenu o zamianę upadłości likwidacyjnej na układową. Podtrzymujemy naszą opinię, że zamiana długu na akcje spółki oraz przejście do upadłości układowej jest dobrym sposobem na odzyskanie pożyczonych spółce pieniędzy. Naszym zdaniem zaspokojenie wierzycieli majątkiem spółki przy jej likwidacji może być trudniejsze.



Sygnity (Kupuj)

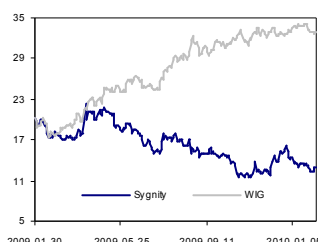
Cena bieżąca: 13 PLN

Cena docelowa: 18,1 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-15

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 201,9	995,7	-17,2%	608,5	-38,9%	678,4	11,5%	Liczba akcji (mln)	11,9
EBITDA	-16,3	56,6		-61,1		28,5		MC (cena bieżąca)	153,9
marża EBITDA	-1,4%	5,7%		-10,0%		4,2%		EV (cena bieżąca)	191,8
EBIT	-72,0	11,5		-94,6		-2,1	-97,8%	Free float	66,1%
Zysk netto	-65,6	-1,5	-97,7%	-88,0	5831,6%	-7,9	-91,0%		
P/E								Zmiana ceny: 1m	-9,8%
P/CE		3,5				6,8		Zmiana ceny: 6m	-24,3%
P/BV	0,4	0,4		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-32,6%
EV/EBITDA		3,0				7,3		Max (52 tyg.)	22,3
Dyid (%)	13,3	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	11,5



Wyniki 4Q2009 będą najprawdopodobniej dalekie od oczekiwanych przez zarząd 24,5 mln PLN zysku operacyjnego. Mimo zredukowania na koniec roku długu netto do poziomu zaledwie 10 mln PLN, istotnymi kwestiami pozostają dalsze rolowanie zadłużenia oraz znalezienie sposobu na sfinansowanie kar umownych obrezerwowanych w drugim kwartale. Mimo to uważamy, że bieżący rok pod względem przychodów i wyników powinien być lepszy od osiągnięć 2009 roku, nawet skorygowanych o saldo utworzonych rezerw. W Sygnity widzimy ponadto potencjalnego beneficjanta przetargów publicznych na budowę elektronicznej administracji, które mogą znacząco poprawić sytuację spółki począwszy od 2011 roku. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Parkometry dla Szczecina

Konsorcjum Parkeon SAS i Aram (spółka zależna Sygnity) otrzymało od Miasta Szczecin zamówienie na dostawę parkometrów. Wykonawcy, oprócz dostarczenia urządzeń do pobierania opłat parkingowych (50 maszyn typu Parkeon Stelio Solar) zajmą się również ich zamontowaniem i zainstalowaniem. Wartość kontraktu wynosi 1,1 mln zł netto.

Utilis IT nową konkurencją dla Sygnity?

Część byłych pracowników Winuela założyło konkurencyjną firmę informatyczną, której głównym obszarem działania będzie segment użyteczności publicznej. Wszelkie prawa autorskie do oprogramowania i rozwiązań dla sektora użyteczności publicznej zachował Winuel i nowej firmie, nawet opartej na byłych pracownikach ciężko będzie konkurować z poprzednim pracodawcą bez odpowiednich produktów, na stworzenie których potrzeba czasu, a na zdobycie z nimi rynku jeszcze więcej. Dlatego też nie uważamy, by konkurencja ze strony Utilis IT była poważniejsza niż ze strony jakiegokolwiek nowego podmiotu na rynku.

Wywiad z przedstawicielem Sygnity

Michał Michalski, rzecznik prasowy spółki uważa, że spółka osiągnie w 2010 roku zysk operacyjny. W czwartym kwartale 2009 mają nastąpić rozwiązania rezerw na podobnym poziomie jak w kwartale trzecim (4,7 mln PLN). Obecnie szacujemy, że mimo programu restrukturyzacyjnego, zakończenia starych nierentownych kontraktów i spodziewanego wzrostu przychodów spółka zanotuje niewielką stratę operacyjną. Rozwiązania rezerw są natomiast pozytywną informacją świadczącą o tym, że zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami zarządu utworzone w drugim kwartale rezerwy były oszacowanie konserwatywnie i rzeczywiste obciążenie spółki będzie niższe. Niższe rezerwy oznaczają również mniejsze zapotrzebowanie na gotówkę konieczną do ich wydatkowania w przyszłości, co również ma istotne znaczenie w kontekście trzyletnich zmagani Sygnity o poprawę płynności.

Oferta Sygnity wybrana za najkorzystniejszą w przetargu na ZMOKU

CPI MSWiA poinformowało o wyborze oferty Sygnity za najkorzystniejszą w postępowaniu przetargowym dotyczącym Zintegrowanego Modułu Obsługi Klienta Końcowego (ZMOKU) w ramach projektu elektronicznego dowodu osobistego (pl.ID). Niżej została oceniona oferta Asseco Poland. Wartość oferty Sygnity to około 26 mln PLN netto i taka kwota po podpisaniu zasili portfel kontraktów spółki. Pozyskany kontrakt stanowi około 3,9% prognozowanych przez nas przychodów Sygnity. Ponadto niewielki rozstrzał cenowy ofert (oferta Asseco Poland miała wartość 31,99 mln PLN brutto, przy 31,84 mln PLN oferty Sygnity) stwarza nadzieję, że rentowność projektu będzie zadowalająca.

Stan zadłużenia netto zmalał sezonowo zgodnie z planem

Zgodnie z wypowiedzią rzecznika spółki Michała Michalskiego stan zadłużenia na połowę stycznia kształtował się na poziomie 10 mln PLN, przy 62 mln PLN na koniec trzeciego kwartału. Trend ten był przez nas oczekiwany. Na przełomie pierwszego i drugiego kwartału

rozpocznie się jednak ponowny wzrost zadłużenia netto wynikający z presji na kapitał obrotowy. Wierzimy jednak, że pomijając kwestie wydatkowania rezerw (spłaty kar) poziom zadłużenia utrzyma się poniżej wskazań z końca 3Q2008.

Portfel kontraktów na lata 2010-2011

Według wypowiedzi rzecznika spółki portfel zamówień Sygnity na 2010 rok ma wartość 220 mln PLN, co jest wartością porównywalną z ubiegłym rokiem. Backlog na 2011 rok ma wartość bliską 100 mln PLN. Obie wartości nie uwzględniają niedawno wygranego kontraktu na ZMOKU w ramach pl.ID, który doda do backlogu na lata 2010-2011 po około 9 mln PLN. Dodatkowo należy przypomnieć, że ubiegłoroczny portfel zamówień był gromadzony jeszcze przy bardziej sprzyjającym otoczeniu drugiej połowy 2008 roku i dopiero późniejsze załamanie koniunktury wpłynęło na spowolnienie tempa pozyskiwania zamówień. W przypadku 2010 roku uważamy, że tendencja będzie odwrotna i wraz z kolejnymi kwartałami tempo wzrostu backlogu powinno rosnać. Dlatego też podtrzymujemy opinię, że bieżący rok będzie pod względem przychodów o co najmniej 10% lepszy od ubiegłego.

Podpisanie umowy na budowę ZMOKU

Sygnity poinformowało w komunikacie bieżącym o podpisaniu kontraktu z CPI MSWiA na budowę ZMOKU w ramach projektu pl.ID. Wartość umowy to 31,84 mln PLN brutto. Już wcześniej pojawiła się informacja o zwycięstwie spółki w przetargu na realizację tego projektu więc samo zawarcie umowy nie stanowi potencjalnego zaskoczenia dla akcjonariuszy.

Plan połączenia z Aramem

Zarząd Sygnity podjął decyzję o zamiarze połączenia ze spółką zależną Aram, w której posiada 100 proc. udziałów. Ponieważ Sygnity jest jedynym udziałowcem spółki Aram, połączenie nastąpi przez przeniesienie całego majątku Aram na Sygnity, bez podwyższenia kapitału zakładowego Sygnity. Zgodnie z wypowiedzią rzecznika spółki, połączenie spółek miałyby zostać ukończone do połowy maja. Korzyścią płynącą z połączenia może być dalsza redukcja kosztów wynikająca z możliwości zredukowania podwójnej księgowości, dublujących się stanowisk a także większej centralizacji zakupów. W tej chwili trudno jednak o sztywne szacunki dotyczące skali możliwych z tego tytułu oszczędności. Planem zarządu jest zredukowanie kosztów o 40 mln PLN w skali roku.

Metale



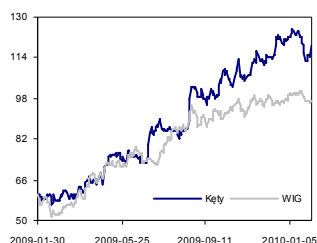
Kęty (Trzymaj)

Cena bieżąca: 118,9 PLN Cena docelowa: 115,4 PLN

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-05

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 253,0	1 183,5	-5,5%	1 080,0	-8,7%	1 171,8	8,5%	Liczba akcji (mln)	9,2
EBITDA	194,0	190,2	-2,0%	189,2	-0,5%	185,1	-2,2%	MC (cena bieżąca)	1 096,9
marża EBITDA	15,5%	16,1%		17,5%		15,8%		EV (cena bieżąca)	1 289,8
EBIT	141,9	128,3	-9,5%	127,0	-1,0%	123,0	-3,1%	Free float	46,0%
Zysk netto	97,8	63,4	-35,2%	70,0	10,5%	82,9	18,4%		
P/E	11,2	17,3		15,7		13,2		Zmiana ceny: 1m	-2,9%
P/CE	7,3	8,8		8,3		7,6		Zmiana ceny: 6m	45,0%
P/BV	1,5	1,5		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m	100,8%
EV/EBITDA	7,5	7,7		6,8		7,1		Max (52 tyg.)	125,4
Dywid (%)	3,4	1,2		0,0		3,4		Min (52 tyg.)	56,6



Zarząd zapowiada, że 2010 rok powinien być dla Grupy Kęty lepszy, niż poprzedni. Spółka będzie się starała poprawić zeszłoroczne przychody w każdym z segmentów operacyjnych. Aby to zrealizować, Grupa planuje wykorzystać niski kurs złotówki i zamierza zwiększyć sprzedaż zagraniczną. Obecne wykorzystanie mocy w grupie wynosi około 70-75%. Większa sprzedaż powinna pozytywnie wpływać na marżę operacyjną segmentów, tym niemniej mniejsza zmienność cen aluminium oraz dużo mocniejsza, niż na początku roku złotówka, może przyczynić się do mniejszej rentowności wybranych segmentów (SOG). W kwietniu spodziewana jest decyzja dotycząca ewentualnej oferty publicznej Alupolu. Zarząd przy okazji sporządzania prognoz za IV kwartał 2009 po raz drugi w tym roku podniósł prognozę wyników za 2009 rok. Łącznie przychody ze sprzedaży za 2009 rok sięgnąć powinny 1089,9 mln PLN, co przełoży się na zysk operacyjny na poziomie 126,3 mln PLN i zysk netto na poziomie 69,8 PLN. Zarząd podtrzymuje swoje zapowiedzi dotyczące wypłaty dywidendy. Jeśli byłaby ona na poziomie zbliżonym do poprzednich lat (40% skonsolidowanego zysku), to mogłaby wynieść 3,03 PLN na akcję. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj dla spółki.

Perspektywa na 2010 rok

Zarząd Grupy Kęty zapowiada, że rok 2010 pod względem wyników powinien być nieco lepszy od 2009. Zakładany jest wzrost sprzedaży praktycznie w każdym segmencie. Spółka zamierza skorzystać z niskiego kursu złotówki i zwiększyć sprzedaż eksportową. W segmencie systemów aluminiowych Grupa planuje zwiększyć sprzedaż na rynku niemieckim i zwiększyć swoją pozycję na rynku brytyjskim. Szczególnie dobrze dotychczas kształtowała się sprzedaż rolet na tych rynkach. Spółka liczy również na poprawę sytuacji na rynku rumuńskim i ukraińskim. W segmencie wyrobów wyciskanych Grupa Kęty zamierza pozyskać zagranicznych klientów oczekujących bardziej skomplikowanych rozwiązań posiadających wyższą wartość dodaną. Na rynku usług budowlanych i akcesoriów budowlanych Spółka uzależnia przyszłą sprzedaż od tego, w jakim stopniu banki będą gotowe do kredytowania przyszłych przedsięwzięć. Obecnie backlog segmentu usług budowlanych wynosi 50 mln PLN i jest tylko nieznacznie niższy niż w analogicznym okresie rok wcześniej. Wcześniej Spółka zapowiadała start w kontraktach na prace przy budowie stadionów i lotnisk na wartość około 100 mln PLN. Na razie jednak brak jest konkretnych rozstrzygnięć. Zarząd zapowiada, że obecny rok wielkością przychodów powinien być dla Alupolu nie gorszy niż poprzedni. Pod względem operacyjnym trudno będzie jednak zrealizować wysokie poziomy marży operacyjnych realizowanych w pierwszej połowie roku, wynikających ze sprzyjającej sytuacji makroekonomicznej (w pierwszym kwartale marża operacyjna segmentu wyniosła 19,1% a w drugim i trzecim odpowiednio 17,4 i 12,3%). W dłuższej perspektywie segment powinien wypracowywać zysk operacyjny na poziomie 12-13% przychodów. Wciąż jednak jest to jeden z bardziej perspektywicznych segmentów Spółki. Łączny program inwestycyjny Alupolu na przyszłość, to wydatki rzędu 100 – 150 mln PLN i jest planowany w okresie pięcioletnim. Decyzja w sprawie ewentualnej oferty publicznej spółki zależnej jest spodziewana pod koniec kwietnia. Obecnie moce przerobowe Alupolu są wykorzystywane na poziomie około 85%, a moce przerobowe całej grupy na poziomie 70-75%. Ostatnie ceny aluminium kształtują się na poziomie 2190 – 2350 USD za tonę. W styczniu średnio ceny były o 14,3 % wyższe niż w czwartym kwartale 2009 roku. W roku 2009 łącznie Spółka przetworzyła 47 tys ton aluminium, co stanowiło tylko 4,1% mniej niż rok wcześniej.

Prognozy Zarządu na IV kwartał

Spółka spodziewa się w 4Q2009 przychodów ze sprzedaży na poziomie 265 mln PLN i zysku netto na poziomie 14 mln PLN. Grupa Kęty osiągnęła prawie 100% r/r wzrost sprzedaży w segmencie usług budowlanych, i 7% r/r wzrost w sygnecie opakowań giętkich oraz około 10% r/



r spadek w pozostałych segmentach operacyjnych. Zarząd prognozuje, że zysk operacyjny w IV kwartale wyniesie około 22 mln PLN, a wynik na działalności finansowej -4 mln PLN. Wyższe jak wcześniej się spodziewano przychody ostatniego kwartału 2009 roku sprawiły, że łączne przychody za cały rok obrotowy wyniosą 1 089,9 mln PLN, wobec prognozowanych 1 075 mln PLN w październiku i 1 046 mln PLN na początku 2009 roku. Zysk operacyjny za cały 2009 rok osiągnie poziom 126,3 mln PLN wobec 124 mln PLN szacowanych w październiku. Na koniec czwartego kwartału 2009 prognozuje się, że dług netto grupy wyniesie 185 mln PLN.

Dywidenda za 2009 rok

Zarząd potwierdził, że będzie rekomendował wypłatę dywidendy za rok obrotowy 2009 nie mniejszą niż w latach poprzednich. Wcześniej Spółka wypłacała dywidendę rzędu 40% podstawy skonsolidowanego zysku netto. Gdyby tak samo stało się i w tym roku to wartość dywidendy na akcję sięgnęłaby 3,03 PLN na akcję.



KGHM (Redukuj)

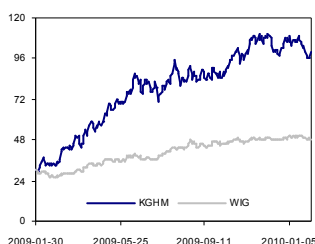
Cena bieżąca: 100 PLN

Cena docelowa: 90,4 PLN

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-01

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	12 183,0	11 302,9	-7,2%	10 600,3	-6,2%	10 939,4	3,2%	Liczba akcji (mln)	200,0
EBITDA	5 034,0	4 077,7	-19,0%	3 203,6	-21,4%	3 084,2	-3,7%	MC (cena bieżąca)	20 000,0
marża EBITDA	41,3%	36,1%		30,2%		28,2%		EV (cena bieżąca)	19 409,3
EBIT	4 682,0	3 596,4	-23,2%	2 663,8	-25,9%	2 540,8	-4,6%	Free float	36,0%
Zysk netto	3 799,0	2 910,4	-23,4%	2 184,4	-24,9%	2 270,1	3,9%		
P/E	5,3	6,9		9,2		8,8		Zmiana ceny: 1m	-7,8%
P/CE	4,8	5,9		7,3		7,1		Zmiana ceny: 6m	13,6%
P/BV	2,2	1,9		1,9		1,8		Zmiana ceny: 12m	217,5%
EV/EBITDA	3,5	4,5		6,1		6,2		Max (52 tyg.)	110,7
Dyid (%)	17,0	9,0		11,7		7,6		Min (52 tyg.)	31,5



W styczniu zapasy miedzi monitorowane przez LME/COMEX/SHP wzrosły o 55 tys. ton a w ciągu dwóch ostatnich miesięcy o 124 tys. ton. To mniej, niż oczekiwaliśmy. Biorąc pod uwagę sezonowość popytu, nadwyżka podaży metalu powinna utrzymać się jeszcze przez luty. Jeśli dotychczasowa strategia zakupowa chińskiego SRB nie zmieni się, to od marca aż do okresu wakacyjnego należy oczekiwać obniżania się poziomu zapasów. Podtrzymujemy opinię, że rynki surowcowe wchodzą w okres spadków, co będzie negatywnie wpływać na zachowanie się kursu akcji KGHM. Podtrzymujemy rekomendację redukcji.

Budżet na 2010

Rada Nadzorcza zatwierdziła budżet spółki na 2010 rok. Budżet zakłada osiągnięcie w 2010 roku przychodów w wysokości 11,74 mld PLN oraz zysku netto w kwocie 2 898 mln PLN. Główne założenia do prognozy to: średnia cena miedzi 6 700 USD/t, średnia cena srebra 17,00 USD/troz, średni kurs walutowy 2,70 USD/PLN. Spółka ma wyprodukować 512 tys. ton miedzi, w tym 84 tys. ton z wsadów obcych. Produkcja srebra metalicznego wyniesie 1 100 ton. Całkowity jednostkowy koszt produkcji miedzi oszacowano na 12 548 PLN/t. Na poziomie inwestycji na zakup i budowę środków trwałych spółka zakłada wydatki w wysokości 1 633 mln PLN (podtrzymanie produkcji, programy oszczędnościowe, nowe źródła przychodów) i kolejne 1 635 mln PLN na inwestycje kapitałowe (zakup zagranicznego podmiotu górniczego, nabycie certyfikatów inwestycyjnych Funduszy Zamkniętych, zarządzanych przez KGHM TFI, inwestycje w ramach Grupy Kapitałowej). Przewidywany wzrost produkcji miedzi elektrolitycznej w 2010 roku wynika przede wszystkim ze zwiększenia produkcji z koncentratów własnych (zużycie zapasów koncentratu utworzonego w trakcie postoju remontowego HM Głogów w 2009 roku) oraz na skutek inicjatyw podjętych w ramach realizacji Projektu „Efektywność”. Zmiana poziomu planowanego całkowitego kosztu produkcji miedzi w 2010 r. jest przede wszystkim skutkiem: wzrostu kosztów pracy, wyższej amortyzacji, wykorzystania półfabrykatów własnych z zapasu przy niekorzystnej wycenie szlamów anodowych. Zarząd ocenia potencjał poprawy efektywności/redukcji kosztów na ponad 700 mln PLN średniorocznie po wdrożeniu wszystkich programów. Pierwszych efektów realizacji projektu należy spodziewać się w 2010 r. W naszej dotychczasowej prognozie zakładaliśmy niższą niż zarząd średnioroczną cenę miedzi (6 300 USD/t), przy takiej samej prognozie PLN i cen srebra. Wysoki wolumen sprzedaży – nasza prognoza to 505 tys. ton – wynikający z przesunięcia sprzedaży z roku 2009 może świadczyć o tym, że spółka nie wykona w tym zakresie planu z 2009 (490 vs. planowane 500 tys. ton) i dobry wynik 2010 należy traktować jako jednorazowy. W naszej prognozie zakładaliśmy, że jednostkowy koszt produkcji miedzi wyniesie 12,9 tys. PLN. Jeśli przyjąć by, że różnica to efekt oszczędnościowych działań zarządu to łączny pozytywny wpływ na wynik netto (którego nie zakładamy w prognozie) wynosi 165 mln PLN. Przyjęte w budżecie założenia dotyczące wydatków inwestycyjnych stawiają pod dużym znakiem zapytania dywidendę z wyników za 2009. Szacujemy, że na koniec 2009 spółka posiadała ok. 550 mln PLN wolnej gotówki. CF z działalności operacyjnej wygenerowany w roku 2010 to ok. 2,9-3,4 mld PLN (pierwsza wartość to nasza prognoza, druga szacunki na podstawie budżetu). Wyplata dywidendy w wysokości 1,5 mld PLN (dotychczasowa prognoza DI BRE, 7,5 PLN na akcję) i pełna realizacja programu inwestycyjnego oznacza, że spółka musi zaciągnąć ok. 0,75-1,25 mld PLN długu. Z punktu widzenia zdolności finansowej spółki to niewiele, ale problemem może być decyzyjność zarządu.

56% akcji KGHM sprzedawanych przez SP objęli inwestorzy krajowi ...

.... w tym instytucje finansowe, m.in. OFE, które nabyły jedną trzecią dostępnej puli.



Kontrakt o wartości 400 mln USD

KGHM podpisał z China Minmetals Nonferrous Metals kontrakt o wartości ok. 400 mln USD i zamierza rozmawiać z chińskimi partnerami na temat dostaw na następne 5 lat. Spółka rozważa także zagospodarowanie części złóż węgla brunatnego i w tym celu podpisała umowę z chińskim ENN w sprawie zgazowania węgla. Informacja bez wpływu na kurs (kontynuacja dotychczasowej współpracy). Podana wartość kontraktu ustalana jest na podstawie bieżących cen miedzi na giełdzie i zmienia się wraz z nimi. Koncepcja zgazowania węgla znana jest w KGHM od lat, na obecnym etapie realizacji projektu nie uwzględniamy jej w prognozach. Potencjalnie kolejny projekt konsumujący bieżący, wysoki FCF.

Budownictwo

Dynamika produkcji budowlano-montażowej w grudniu

Zgodnie z danymi GUS, dynamika produkcji budowlano-montażowej wyniosła w grudniu +3,1% r/r i +40,9% m/m. Po wyeliminowaniu czynników sezonowych, dynamika wyniosłaby +4,7% r/r i -1,3% m/m.

Makroekonomiści o dynamice produkcji budowlanej w styczniu

Makroekonomiści prognozują, że silne mrozy w styczniu wpłyną negatywnie na wyniki produkcji budowlano-montażowej za styczeń. Średnia prognoz wskazuje na spadek o 4,3% r/r (prognozy od -18% do +2,9%, BRE: -5%).

Szansa na wprowadzenie gwarancji zapłaty za usługi budowlane

Planowana nowelizacja do kodeksu cywilnego ma pozwolić na domaganie się od inwestora na każdym etapie robót, a także przed ich rozpoczęciem, gwarancji płatności. Po otrzymaniu żądania gwarancji inwestor nie będzie mógł odstąpić od umowy. Będzie musiał w ciągu 45 dni zapewnić gwarancję bankową, ubezpieczeniową lub akredytywę bankową. Regulacja ma zmniejszyć zatory płatnicze w budownictwie. Przedstawiciele branży bardzo pozytywnie oceniają plany nowych regulacji. Do ich wprowadzenia w życie brakuje jeszcze pozytywnej decyzji Senatu i podpisu prezydenta. Jedynie KPP negatywnie ocenia projekt, zwracając uwagę, że jest on zbyt daleką ingerencją w swobodę umów, uważa też, że po gwarancję mogą sięgać nieuczciwi wykonawcy. W kontekście całej branży zmiany są korzystne. W kontekście spółek, na zmianach stracą firmy nadpłynne (np. Mostostal Warszawa), a zyskają te o mniejszej płynności / długu netto (np. Polimex).

Budownictwo drogowe

Odcinek A1 Stryków – Pyrzowice nie powstanie w systemie koncesyjnym

Budimex poinformował o nie spełnieniu warunku umożliwiającego realizację przez spółkę Autostrada Południe odcinka autostrady A1 Stryków – Pyrzowice w systemie koncesyjnym. W efekcie, nie wejdzie też w życie kontrakt budowlany pomiędzy spółką Autostrada Południe a Budimexem o wartości 5,8 mld PLN (z czego 50% miało przypaść na Budimex). GDDKiA poinformowała, że sama przejmie inwestycję, w oparciu o projekt wykonany przez konsorcjum Autostrada Południe. Celem Dyrekcji jest wybór wykonawcy w 2010 roku i dołożenie wszelkich starań, aby autostrada była gotowa przed Euro 2012.

Budownictwo kolejowe

Inwestycje kolejowe współfinansowane ze środków samorządowych

PKP PLK do 2015 roku zamierza zrealizować 27 projektów współfinansowanych ze środków UE w ramach regionalnych programów operacyjnych na kwotę 1,84 mld PLN. W 2010 roku spółka ma rozpocząć 18 projektów na kwotę 1,2 mld PLN, współfinansowanych przez marszałków ze środków UE. Z 1,2 mld PLN, unijne dofinansowanie przekracza 1 mld PLN. Prezes PKP PLK przyznaje, że po pieniądze ze środków samorządowych łatwiej sięgnąć. Przedstawiciel Zespołu Doradców TOR, p. Adrian Furgalski, przyznaje, że czeka nas jeszcze spowolnienie związane ze zmianami organizacyjnymi PKP PLK, zapowiedzi inwestycji przez władze spółki było do tej pory sporo, zaś realizacja programu byłaby możliwa tylko pod warunkiem przyjęcia systemu zaliczek i całkowitego przejścia na system „projektuj i buduj”.

Raport o stanie sieci kolejowej

Autorki publikacji przygotowanej na zlecenie Railway Business Forum twierdzą, że aby nadrobić zaległości w inwestycjach w infrastrukturę kolejową, trzeba by było w ciągu 10 lat na ten cel przeznaczyć 7,15 mld PLN. W 2010 roku PKP PLK ma zainwestować 4,3 mld PLN. Uważamy, że Stan sieci kolejowej jest zły, co nie wpływa jednak na łatwość pozyskania środków na jej modernizację. Podtrzymujemy prognozę wydatków kapitałowych PLP PLK w 2010 roku na poziomie 3,6 mld PLN.

Budownictwo ogólne

Giełdowe spółki wykluczone z walki o morską część terminala LNG

Konsorcja z udziałem Polimexu i Erbudu nie otrzymały zaproszenia do złożenia ofert na budowę części morskiej terminala w Świnoujściu. Polimex złożył odwołanie, Erbud zaś nie.

Plany Warbudu

Warbud zamierza w przyszłości skoncentrować swą działalność m.in. w sektorze energetycznym. Spółkę interesuje wykonawstwo prac budowlanych. Obecnie spółka nie realizuje żadnych kontraktów energetycznych, ale w przeszłości zdobyła doświadczenie realizując dla Alstomu prace budowlane w Łagiszy. Drugim filarem ma być budownictwo ekologiczne, które w tym roku zapewni 30% przychodów. Władze spółki liczą głównie na

przygotowywane przetargi na budowę spalarni śmieci. Duże nadzieje spółka wiąże także z realizacją kontraktów w systemie PPP. W tym systemie spółka liczy na budowę szkoły i szpitala. Portfel zleceń spółki na rok 2010 wynosi 1,4 mld PLN. 90% wartości portfela zleceń to zlecenia publiczne. Brak za to w tym roku zbyt wielu kontraktów mieszkaniowych. W przetargach publicznych konkurencja jest duża, marże też są zdecydowanie niższe niż w poprzednich latach.

ABM Solid

Rok 2009 był lepszy niż 2008?

Na poziomie jednostkowym władze spółki spodziewają się wzrostu przychodów w 2009 roku o kilkanaście % r/r i dwucyfrowego wzrostu zysku netto. Na poziomie Grupy wyniki zaniżała działalność deweloperska (o 1-1,5 mln PLN rocznie) i Resbud (3,1 mln PLN straty po 3Q). W przyszłym roku działalność deweloperska powinna już poprawiać wyniki Grupy. Na 130 mieszkań sprzedano 46. Po zakończeniu tej inwestycji, spółka chce rozpocząć w Warszawie kolejną, na 8,1 tys. PUM. Uruchomienie sprzedaży planowane jest na rok 2011. Obecnie w portfelu spółki są kontrakty podpisane i bliskie finalizacji na blisko 400 mln PLN do realizacji w tym roku. Firma zamierza dokapitalizować przejętą spółkę (Wągrowieckie Przedsiębiorstwo Robót Drogowych), zwiększyć jej zdolności produkcyjne i rozszerzyć gamę produktów. To nie koniec akwizycji, ABM rozmawia z kilkoma prywatnymi spółkami, z których jedna specjalizuje się w budownictwie ogólnym, a inna w inżynierijskim.

Energomontaż Południe

Wielkość portfela zleceń na rok 2010

Po otrzymaniu zleceń z Alstom Power Systems i rozwiązaniu umowy z Koksoprojekt, wartość portfela zleceń Energomontażu na rok 2010 to 350,9 mln PLN.

Rozwiązanie umowy na kwotę 45,6 mln PLN

Nie powiodły się negocjacje z firmą Koksoprojekt w sprawie kontynuacji umowy z 3.09.2009 w sprawie dostaw i montażu dwóch aparatów do desorpcji oraz katalitycznego rozkładu dla jednej z polskich koksowni. Wartość umowy to 45,6 mln PLN, czyli nieco ponad 10% możliwych do wygenerowania przychodów w 2010 roku.

Szanse na umowę o wartości 100 mln PLN

Prezes Hołda przyznaje, że spółka jest o krok od podpisania umowy na prace na bloku 5 i 6 w Bełchatowie na kwotę 100 mln PLN. Warunki kontraktu powinny zostać ustalone przed końcem lutego. Prace na bloku 5 rozpoczną się w marcu, na bloku 6 zaś w sierpniu. Portfel zleceń na ten rok wynosi 350 mln PLN.

Zlecenia z Alstom Power Systems

Energomontaż Południe otrzymał zlecenia z Alstom Power Systems na wytworzenie i dostawę kanałów spalin i powietrza dla elektrowni Emshafen oraz na montaż części ciśnieniowej kotła nadkrytycznego w elektrowni Rheinhausen Dampfkraftwerk Karlsruhe. Łączna wartość zamówień to 7 mln EUR, czyli około 28,7 mln PLN (6,4% prognozowanych na ten rok przychodów). Termin realizacji prac to okres od maja 2010 do kwietnia 2011.

Mostostal Płock

Poszukiwanie zleceń na 2 połowę roku

Mostostal Płock w całym 2009 roku utrzymał rentowność netto na poziomie zbliżonym do poziomu po 3Q 2009. W przyszłym roku zarząd chciałby, aby przychody wyniosły przynajmniej 150 mln PLN. Portfel zleceń na rok 2010 jest wypełniony w nieco ponad 50%. Utrzymanie rentowności na poziomie z 2009 roku nie będzie możliwe, gdyż nie ruszyły zapowiadane duże inwestycje rafineryjne. Spółka liczy na kontrakty z dziedziny energetyki, a także zlecenia podwykonawcze.

Mostostal Zabrze

Portfel zamówień zbliża się do 1 mld PLN

Portfel zleceń Mostostalu Zabrze na rok 2010 sięga blisko 1 mld PLN – informuje szef rady nadzorczej. W efekcie, z dużym prawdopodobieństwem można oczekiwać wzrostu przychodów w 2010 roku r/r. Rentowność netto w 2009 roku będzie niższa niż w roku 2008. W najbliższych miesiącach spółka skupi się na pozyskiwaniu zleceń z sektora energetycznego. Mostostal chce też zaangażować się w budowę w Polsce spalarni śmieci i instalacji odazotowania spalin. Na przełomie stycznia i lutego zapadnie wyrok w sprawie powództwa Mostostalu przeciwko firmie Reliz (spór dotyczy sprzedaży budynku Business Center 2000). Wartość przedmiotu sporu to 46 mln PLN plus odsetki w wysokości ponad 30 mln PLN.



Pol-Aqua

Wybór oferty na kwotę 91,5 mln PLN

Vectra, spółka zależna Pol-Aqua, wspólnie z Sonntag Baugasellschaft złożyła najkorzystniejszą ofertę na budowę 2 etapu układu przesyłowego oczyszczalni ścieków Czajka. Wartość oferty to 91,5 mln PLN (6,6% oczekiwanych tegorocznych przychodów Pol-Aqua). Inwestycja ma zostać zakończona najpóźniej 31 sierpnia 2010 roku.

Remak

Perspektywy na lata 2010-2011

Q4 2009 udało się Remakowi zamknąć z zyskiem, co najmniej 10 mln PLN wyniesie zysk netto spółki w 2009 roku. Powtórzenie ubiegłorocznych wyników w 2010 roku może być jednak trudne. Boom inwestycyjny w krajowej energetyce może się opóźnić. Spółka liczy na udział w budowie nowego bloku na biomasę w elektrowni w Koninie. Spółka składa wiele ofert i istnieją szansę, że w perspektywie najbliższych miesięcy pochwali się nowymi zleceniami. W 2010 rok spółka weszła z portfelem zleceń w wysokości około 100 mln PLN. Dalszej poprawy sytuacji spółki prezes oczekuje w latach 2011-2012.



Budimex (Akumuluj)

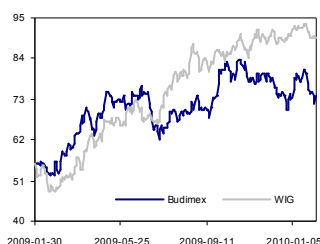
Cena bieżąca: 74,2 PLN

Cena docelowa: 82,5 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-01-06

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 075,9	3 350,0	8,9%	3 286,0	-1,9%	4 105,8	24,9%	Liczba akcji (mln)	25,5
EBITDA	51,7	134,2	159,8%	230,2	71,6%	262,9	14,2%	MC (cena bieżąca)	1 894,3
marża EBITDA	1,7%	4,0%		7,0%		6,4%		EV (cena bieżąca)	1 971,0
EBIT	28,0	112,2	300,1%	208,3	85,7%	240,7	15,6%	Free float	26,7%
Zysk netto	15,1	104,7	595,1%	174,7	66,8%	188,4	7,9%		
P/E	125,7	18,1		10,8		10,1		Zmiana ceny: 1m	1,1%
P/CE	49,0	14,9		9,6		9,0		Zmiana ceny: 6m	8,3%
P/BV	3,5	2,9		2,8		2,2		Zmiana ceny: 12m	33,7%
EV/EBITDA	32,0	11,6		8,6		7,6		Max (52 tyg.)	83,8
Dyid (%)	0,0	0,0		7,9		0,0		Min (52 tyg.)	52,3



Budimex pozostaje w naszej opinii relatywnie defensywną spółką na tle branży, w dużej mierze dzięki poduszce bezpieczeństwa oferowanej przez wyniki z działalności deweloperskiej, utworzone w 2009 roku rezerwy i duży portfel zamówień. Oczekujemy, że w roku kolejnym przychody z działalności deweloperskiej wyniosą ponad 500 mln PLN, w efekcie, spółka zaprezentuje wzrost wyniku netto r/r. Budimex oferuje największą ekspozycję na segment budownictwa drogowego na polskim rynku, w efekcie, pomimo dużego portfela zleceń i znacznej konkurencji, można oczekiwać pozytywnych zaskoczeń w przypadku rozstrzygnięć kolejnych przetargów drogowych. Brak realizacji koncesji na budowę odcinka autostrady A1 przez Autostradę Południe jest w zasadzie zgodne z naszymi oczekiwaniami. Nie jest to naszym zdaniem duże zaskoczenie negatywne, raczej brak realizacji potencjalnego czynnika, który mógłby wpłynąć na istotny wzrost kursu akcji spółki. Nadal obawy nasze budzi sytuacja bilansowa Budimexu, w której gotówka spółki wynika niemal wyłącznie z rozliczeń z podwykonawcami i inwestorami. W związku z wzrostem konkurencji i wzrostem rynku drogowego (większy CAPEX GDDKiA, większy popyt na usługi budowlane), uważamy, że gotówka netto w spółce może spadać. Warto jednak zauważyć, że bieżący rozwój wydarzeń nie będzie potwierdzał tej tezy. Na koniec Q4 2009 stan gotówki w Budimexie wzrośnie, pomimo zakupu 50% Budimexu Nieruchomości i konsolidacji pozostałej części długu dewelopera. Będzie to efekt dążenia GDDKiA do wypełnienia budżetu na rok 2009 (wypłata zaliczek), a także typowy efekt sezonowy (przeważnie na koniec roku poprawia się kapitał obrotowy firm budowlanych). Nie oczekujemy większych zaskoczeń, pozytywnych czy negatywnych, w momencie publikacji wyników Q4 2009. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Prezes o wynikach finansowych Q4 2009

Prezes Blocher zapowiada, że w całym roku 2009 Budimex wypracuje 3-3,3 mld PLN przychodów, skonsolidowany zysk brutto w 2009 roku przekroczył 220 mln PLN, wyniki Q4 2009 będą zbliżone do wyników Q2 2009. Jednocześnie, prezes dodaje, że konsolidacja pozostałych 50% Budimexu Nieruchomości powiększyła zysk netto w Q4 2009 o ponad 20 mln PLN.

Dywidenda w 2010 roku na podobnym poziomie co w roku 2009

Prezes Blocher przyznaje, że spółka posiada obecnie około 1 mld PLN gotówki, co skłania do wypłaty dywidendy, na poziomie 70-80% zysku za rok 2009. Zarząd zamierza rekomendować wypłatę dywidendy.

Perspektywy na rok 2010

Na koniec grudnia 2009 roku wartość portfela zleceń Budimexu wyniosła 5,2-5,3 mld PLN, z czego 50-60% (2,6-3,2 mld PLN) przypada do realizacji w 2010 roku. Zarząd zakłada, że przychody w 2010 roku wzrosną o 10-20%. Zabezpieczone już jest 70% przychodów ze sprzedaży. Aby uzyskać zakładaną dynamikę, spółka musi jeszcze podpisać umowy na 400-500 mln PLN. Spółka zaoferowała już najniższe oferty w wybranych przetargach na kwotę 600-700 mln PLN. Firma będzie starała się utrzymać rentowność operacyjną na poziomie z 2009 roku (5-6%). Nieco może spaść marża brutto na sprzedaży, zysk powinien być jednak większy r/r.

Wybór oferty za 265,7 mln PLN

PKP wybrało ofertę konsorcjum Budimexu i Ferrovialu jako najkorzystniejszą w przetargu na odtworzenie zabytkowego kompleksu Wrocław Główny z przebudową kolejowej infrastruktury technicznej. Wartość oferty to 265,7 mln PLN (około 6,5% prognozowanych na ten rok przychodów Budimexu). Termin realizacji prac to 2 lata i 10 tygodni.

Odcinek A1 Stryków – Pyrzowice nie powstanie w systemie koncesyjnym

Budimex poinformował o nie spełnieniu warunku umożliwiającego realizację przez spółkę Autostrada Południe odcinka autostrady A1 Stryków – Pyrzowice w systemie koncesyjnym. W efekcie, nie wejdzie też w życie kontrakt budowlany pomiędzy spółką Autostrada Południe a Budimexem o wartości 5,8 mld PLN (z czego 50% miało przypaść na Budimex). GDDKiA poinformowała, że sama przejmie inwestycję, w oparciu o projekt wykonany przez konsorcjum Autostrada Południe. Celem Dyrekcji jest wybór wykonawcy w 2010 roku i dołożenie wszelkich starań, aby autostrada była gotowa przed Euro 2012.

Podpisanie umowy z Max Boegl

Władze Wrocławia podpisały umowę z firmą Max Boegl na dokończenie budowy stadionu we Wrocławiu. Obiekt ma powstać do połowy 2011 roku. Budimex przeanalizował cenę zaoferowaną przez Max Boegl (655 mln PLN + opcja wzrostu ceny o 3,75%, zależnie od wyceny prac wykonanych przez Mostostal Warszawa) i uznał, że nie gwarantuje ona sukcesu finansowego na realizacji prac. Budimex jest gotów rozmawiać o współpracy w ramach budowy stadionu, ale już w ramach umowy podwykonawczej z Max Boegl.

Mostostal wycofuje się z prac na A1 za 150 mln PLN?

Mostostal Warszawa podpisał z Budimexem aneks do umowy z 17 sierpnia (kontrakt na budowę odcinka A1 Pyrzowice – Piekary Śląskie za 1,5 mld PLN). Z komunikatu wynika, że na podstawie aneksu Budimex wykona na rzecz Mostostalu Warszawa prace o wartości 150 mln PLN (3,6% prognozowanych na rok 2010 przychodów Budimexu, 5,4% prognozowanych na ten rok przychodów Mostostalu). Kontrakt z 17 sierpnia przewidywał, że z wartości kontraktu w wysokości 1,5 mld PLN około 150 mln PLN wyniesie udział Mostostalu w inwestycji. Komunikat sugeruje, że obecnie Mostostal, za porozumieniem stron, wycofuje się z wykonawstwa prac.



Centrum Klima (Kupuj)

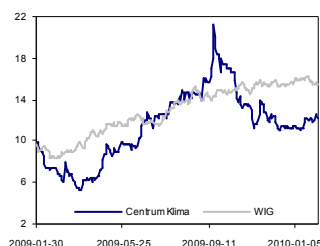
Cena bieżąca: 12,5 PLN

Cena docelowa: 15,1 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-06

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	71,8	75,9	5,7%	72,1	-4,9%	75,6	4,9%	Liczba akcji (mIn)	8,5
EBITDA	10,8	11,2	3,2%	9,9	-11,5%	11,1	12,0%	MC (cena bieżąca)	106,2
marża EBITDA	15,1%	14,7%		13,7%		14,6%		EV (cena bieżąca)	79,9
EBIT	10,0	10,1	1,6%	8,3	-17,8%	9,0	8,2%	Free float	39,2%
Zysk netto	8,1	7,6	-5,9%	6,7	-12,5%	8,0	20,1%		
P/E	7,9	9,0		15,9		13,3		Zmiana ceny: 1m	6,9%
P/CE	7,1	7,9		12,9		10,6		Zmiana ceny: 6m	-18,2%
P/BV	2,2	1,7		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m	34,7%
EV/EBITDA	6,3	6,6		8,1		8,7		Max (52 tyg.)	21,3
Dyid (%)	4,7	4,4		1,5		1,7		Min (52 tyg.)	5,2



Podtrzymujemy opinię, że wcześniejsze zakończenie budowy zakładu w Wieruchowie może wpłynąć na wyższą niż oczekiwana poprawę wyników w 2011 roku. Fundamentalnie sytuacja spółki powinna w 2010 roku się poprawiać, co wynika ze struktury oferty (głównie elementy kanałów wentylacji, które instalowane są na etapie budowy stanów surowych). Nie dostrzegamy ryzyk dla prognozy wyników Centrum Klima w 2010 roku, pomimo tego, że prognoza na rok 2009 nie zostanie w pełni wykonana na poziomie zysku operacyjnego i zysku netto. Gorszy niż wcześniej zakładamy wynik Q4 2009 wynika z czynników obiektywnych (zatrudnienie nowych pracowników i opóźnienia we wprowadzeniu wybranych podwyżek cen towarów). Po wprowadzonych podwyżkach cen, marże w grudniu wzrosły, co rokuje dobrze w kontekście wyników Q1 2010. W lutym mogą mieć miejsce kolejne podwyżki cen asortymentu spółki. W efekcie, uważamy, że marże Centrum Klima mogą lekko wzrastać, co przy zwiększonych przychodach wpłynie na poprawę wyników w roku kolejnym. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Zgodnie z prognozami

Zarząd Centrum Klima podtrzymuje prognozy na rok 2009 i 2010. Przychody w Q4 2009 były nieznacznie lepsze niż prognozowano. Tendencja spadku marż nie jest zauważalna. Spółka chwali się pozyskaniem kolejnych klientów na rynkach eksportowych – we Francji, Belgii, Czechach i Słowacji oraz wejściem m.in. do Słowenii. Eksportuje już do ponad 20 krajów, przy czym największym rynkiem jest Belgia (27% przychodów z eksportu). Rynek zagraniczny odżywa szybciej niż rynek polski. W tym roku udział eksportu ma sięgnąć 30% przychodów, a docelowo 40-45%. Przychodom pomaga też spodziewany wzrost cen – ze względu na wzrost cen miedzi i aluminium, prezes spodziewa się podwyżek cen towarów o 10-15% już pod koniec Q1 2010.



Elektrobudowa (Trzymaj)

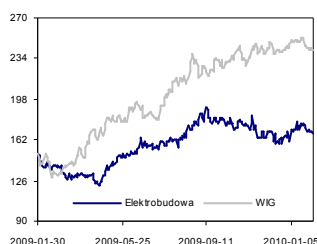
Cena bieżąca: 168 PLN

Cena docelowa: 169,3 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-04

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	679,6	811,0	19,3%	692,9	-14,6%	683,5	-1,4%	Liczba akcji (mln)	4,7
EBITDA	49,6	79,0	59,3%	73,7	-6,8%	67,0	-9,1%	MC (cena bieżąca)	797,6
marża EBITDA	7,3%	9,7%		10,6%		9,8%		EV (cena bieżąca)	695,8
EBIT	44,2	71,3	61,1%	63,7	-10,7%	55,5	-12,8%	Free float	39,1%
Zysk netto	34,7	60,3	73,7%	53,4	-11,4%	51,2	-4,1%		
P/E	20,4	13,2		14,9		15,6		Zmiana ceny: 1m	4,3%
P/CE	17,7	11,7		12,6		12,7		Zmiana ceny: 6m	3,7%
P/BV	6,3	3,2		2,8		2,5		Zmiana ceny: 12m	18,1%
EV/EBITDA	14,3	9,0		9,4		10,3		Max (52 tyg.)	191,0
Dyid (%)	1,2	1,5		2,1		2,1		Min (52 tyg.)	121,0



Rok 2010 będzie płaski pod względem dynamiki przychodów r/r i pod znakiem zapytania, jeśli chodzi o utrzymanie bardzo atrakcyjnych pułapów rentowności z roku 2009. Pozytywnie postrzegamy perspektyw wzrostu inwestycji w energetyce, zwracamy jednak uwagę, że są one ograniczone w Elektrobudowie do jednego segmentu (wytwarzanie energii), który zapewnia spółce około 1/3 przychodów. W dodatku, etap prac, na którym Elektrobudowa wchodzi na plac budowy, będzie realizowany dopiero w 2013 roku. Nie dostrzegamy czynników, które mogą być źródłem pozytywnego zaskoczenia w roku 2010. Na rynku brak jest dużych kontraktów, które skokowo mogłyby wpłynąć na wzrost portfela zleceń spółki. W kontekście produkcji rozdzielnic i wykonawstwa instalacji elektrycznych, rok 2010 będzie słaby. Spółka nie należy do tanich (P/E 2010 = 15,6, EV/EBITDA 2010 = 10,3). Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Prezes o wynikach 2010 roku

Prezes Faltynowicz oczekuje utrzymania przychodów z 2009 roku, plus-minus 15%. Na koniec stycznia 2010 spółka opracuje budżet i w połowie lutego przedstawi prognozę. Prognoza na rok 2009 zostanie przekroczona na poziomie zysku netto, nie zostanie jednak dotrzymana na poziomie przychodów. Zarząd będzie wnioskować o wypłatę dywidendy, na poziomie wyższym o około 50 groszy na akcję niż w zeszłym roku (wtedy wypłacono 3 PLN/akcję).

Kontrakt na budowę instalacji na Stadionie Narodowym

Elektrobudowa w konsorcjum z Qumak Sekom i Przedsiębiorstwem „Agat” podpisała kontrakt z Alpine Construction Polska i Hydrobudowa Polska na budowę instalacji na Stadionie Narodowym w Warszawie. Termin rozpoczęcia prac to styczeń 2010, zaś zakończenia – maj 2011. Wartość całego kontraktu to 91 mln PLN, z czego 30 mln PLN przypada na Qumak Sekom.



Erbud (Trzymaj)

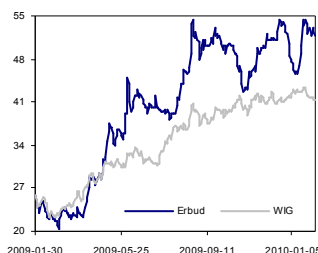
Cena bieżąca: 51,8 PLN

Cena docelowa: 53,5 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-02-03

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	663,1	1 046,1	57,8%	917,5	-12,3%	1 181,0	28,7%	Liczba akcji (mln)	12,6
EBITDA	34,6	67,3	94,5%	65,0	-3,5%	61,0	-6,1%	MC (cena bieżąca)	651,2
marża EBITDA	5,2%	6,4%		7,1%		5,2%		EV (cena bieżąca)	573,7
EBIT	32,8	60,8	85,5%	58,6	-3,6%	54,5	-6,9%	Free float	14,0%
Zysk netto	31,8	9,3	-70,8%	43,3	365,3%	45,3	4,7%		
P/E	20,5	70,0		15,0		14,4		Zmiana ceny: 1m	8,6%
P/CE	19,3	41,1		13,1		12,6		Zmiana ceny: 6m	24,1%
P/BV	3,4	3,2		2,7		2,3		Zmiana ceny: 12m	115,8%
EV/EBITDA	16,8	9,5		8,8		10,0		Max (52 tyg.)	54,5
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	20,4



Erbud zbudował portfel zamówień na rok 2010 o wysokiej jakości. Częściowo jest to zasługa zarządu, częściowo zaś przypadku (kontrakty na budowę dwóch centrów handlowych w Wałbrzychu i Bytomiu oraz przejścia graniczne w Budomierzu po cenach z 2008 roku). Erbud historycznie posiadał znaczną ekspozycję na segment mieszkaniowy, obecnie jednak spółka jest większa, zaś strategia zarządu koncentruje się raczej na kontraktach o większej wartości jednostkowej. Nowe inwestycje mieszkaniowe będą prawdopodobnie mniejsze niż w latach poprzednich (podział na etapy). W efekcie, uważamy, że wpływ poprawy koniunktury w budownictwie mieszkaniowym może być ograniczony. Nie oczekujemy dużej liczby kontraktów w dziedzinie budownictwa handlowego w najbliższym czasie. Wycena rynkowa Erbudu jest relatywnie wysoka, dostrzegamy potencjał do podniesienia prognoz po zdobyciu kontraktu na budowę przejścia granicznego w Budomierzu, nie zmieni to jednak w sposób znaczący wyceny firmy. Ze względu na wzrost ceny akcji Erbudu, obniżamy rekomendację do trzymaj.

Władze spółki o wynikach w 2010 roku

Celem zarządu jest utrzymanie w tym roku marży 5-6% EBIT. Zarząd nie wyklucza rekomendowania wypłaty dywidendy z tegorocznego zysku w roku przyszłym. Byłaby to pierwsza dywidenda w historii spółki. Jeszcze w tym kwartale ma zostać podpisane kilka kontraktów, w tym kontrakty na budowę w Niemczech trzech domów spokojnej starości za 10 mln EUR. Eksport w tym roku ma stanowić 20% przychodów, drogownictwo zaś 15% (docelowo 20%). Spółka prowadzi rozmowy z dwoma podmiotami funkcjonującymi w branży budownictwa energetycznego, o obrotach rzędu 100 mln PLN każdy. Akwizycje mają być sfinansowane ze środków własnych oraz z kredytów. W konsorcjach spółka chce się ubiegać o kontrakty na budowę bloków energetycznych. W tym roku Budlex, spółka deweloperska Erbudu, ma przejąć dwa projekty w miastach, w których do tej pory Budlex nie działał. Będzie to projekt mieszkaniowy i komercyjny. Budowy mogłyby ruszyć jeszcze w tym roku.

Wybór oferty na budowę przejścia granicznego w Budomierzu

Wojewoda Podkarpacki wybrał ofertę Erbudu jako najkorzystniejszą w przetargu na budowę przejścia granicznego w Budomierzu. Wartość oferty to 144,6 mln PLN (12% prognozowanych na ten rok przychodów). Wybór oferty został odwołany w oparciu o wyrok Krajowej Izby Odwoławczej z dnia 20 października 2009 roku oraz wyrok Sądu Okręgowego w Rzeszowie z dnia 18 grudnia 2009 roku.

Nowy kontrakt za 48,3 mln PLN

Erbud podpisał z Dom Development kontrakt na budowę projektu Adria etap 1 przy ul. Jugosławińskiej. Termin realizacji prac to 18 miesięcy, zaś wartość kontraktu to 48,3 mln PLN (około 4% prognozowanych na ten rok przychodów). W etapie ma powstać 250-270 mieszkań.



Mostostal Warszawa (Kupuj)

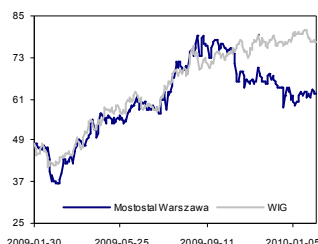
Cena bieżąca: 62,5 PLN

Cena docelowa: 79,6 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-02

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 928,4	2 154,2	11,7%	2 668,1	23,9%	2 775,3	4,0%	Liczba akcji (mln)	20,0
EBITDA	78,5	136,3	73,7%	197,4	44,8%	160,8	-18,6%	MC (cena bieżąca)	1 250,0
marża EBITDA	4,1%	6,3%		7,4%		5,8%		EV (cena bieżąca)	1 096,9
EBIT	58,9	113,4	92,6%	173,7	53,2%	136,7	-21,3%	Free float	18,7%
Zysk netto	52,9	72,6	37,2%	100,7	38,6%	102,1	1,4%		
P/E	23,6	17,2		12,4		12,2		Zmiana ceny: 1m	1,0%
P/CE	17,2	13,1		10,0		9,9		Zmiana ceny: 6m	-12,6%
P/BV	4,4	3,8		3,0		2,6		Zmiana ceny: 12m	32,7%
EV/EBITDA	13,6	8,0		5,6		6,7		Max (52 tyg.)	79,0
Dyid (%)	0,1	0,0		2,9		4,1		Min (52 tyg.)	36,3



Wypowiedzenie kontraktu na budowę stadionu we Wrocławiu, w połączeniu z ryzykiem wypłaty przez spółkę kar oraz ewentualnego wpisania na czarną listę, w przypadku przegranego potencjalnego sporu sądowego, są czynnikami, które zaniżają wycenę spółki. Uważamy, że proces sądowy nie jest przesądzony, a nawet gdyby do niego doszło, może on potrwać długo (2-4 lata). Dostrzegamy szansę na pozytywne zaskoczenie, ze względu na możliwość polubownego rozwiązania sporu. Portfel zleceń Grupy na rok 2010 to 2,3-2,4 mld PLN. Dostrzegamy znaczne szanse na ponadprzeciętny wzrost przychodów w 2011 roku. W 2009 roku Mostostal sięgnął po mniejsze zlecenia, pozwalające na lepszą dywersyfikację ryzyk. W momencie poprawy sytuacji na rynku (spadek konkurencji), firma może sięgnąć po większe kontrakty. Po drugie, Mostostal rozwija się w ramach segmentu energetycznego, co naszym zdaniem nie jest zauważane. Firma składa wspólnie ofertę z Rafako na budowę bloku w Siekierkach (udział spółki to mniej niż 50% wartości oferty), budowę bloku w Opolu (Mostostal wykona instalacje nawęglania i będzie uczestniczył w montażu kotła, udział w kontrakcie może wynieść około 20%), w konsorcjum stara się też o kontrakty modernizacyjne w Bełchatowie (ponad 1 mld PLN). Spółka posiada około 250 mln PLN czystej gotówki netto (nie wynikającej z zaliczek, rozliczeń), która może być wykorzystana do finansowania kontraktów budowlanych bądź przedsięwzięć operatorskich (spalarnie śmieci) lub deweloperskich. Oczekujemy pozytywnej reakcji na wyniki Q4 2009. Prawdopodobnie prognozy na rok 2010 będą korygowane w dół (przychody, pozostałe koszty operacyjne netto), nie wpływa to jednak na rewizję przesłania inwestycyjnego. Rekomendujemy kupno walorów Mostostalu.

Zerwanie umowy na budowę stadionu we Wrocławiu

Mostostal Warszawa poinformował o otrzymaniu oświadczenia o rozwiązaniu umowy z miastem Wrocław oraz o wezwaniu do zapłaty odszkodowania w wysokości 73 mln PLN (udział Grupy Mostostal w kwocie będzie podlegał ustaleniu, stosownie od wpływu działań poszczególnych spółek na powstanie opóźnień).

Mostostal Warszawa pójdzie do sądu w sprawie konfliktu z Wrocławiem?

Mostostal Warszawa opublikował komunikat prasowy, zgodnie z którym konsorcjum odrzuca argumentację przyjętą przez zamawiającego jako podstawę do rozwiązania umowy. Konsorcjum zamierza skorzystać z wszelkich przysługujących mu środków ochrony prawnej, broniąc swych interesów, dobrego imienia i wizerunku. Przedstawiciele biura prasowego przyznają, że ewentualna droga sądowa wchodzi w rachubę, jeśli będzie taka konieczność. W odpowiedzi na komunikat Mostostalu, prezydent Wrocławia zadeklarował, że pozwie wykonawcę do sądu. Później w ciągu miesiąca pojawiły się informacje, że władze Wrocławia nie wykluczają, że spór z wykonawcą stadionu uda się rozwiązać polubownie. Szef biura prasowego miasta Wrocławia przyznaje, że miastu zależy, aby na teren budowy jak najszybciej wszedł nowy wykonawca. Wszystko wskazuje, że kwestie formalne związane z opuszczeniem przez konsorcjum wykonawców placu budowy zostaną zakończone w tym tygodniu. Jeśli termin zostanie dotrzymany, spór może zostać zakończony polubownie.

Prawnicy o ewentualnym procesie z miastem Wrocław

Prawnicy z kancelarii Gessel oraz przedstawiciel wyższej uczelni wypowiedzieli się na temat ryzyk związanych z ewentualnym procesem sądowym, którego stronami byłoby konsorcjum budujące stadion we Wrocławiu i miasto Wrocław. Jeśli sąd stwierdziłby, że umowa była wykonana nienależycie i doprowadziło to do choćby niewielkiej szkody, spółka zostanie wpisana na 3 lata na czarną listę i nie będzie mogła uczestniczyć w przetargach publicznych. Nawet jeśli sąd obniży kary, ale jednocześnie stwierdzi nienależyte wykonanie zamówienia, to spółka trafi na czarną listę. Wielkość szkody nie ma tu znaczenia. Sankcji można uniknąć w wypadku

udowodnienia, że nie ma podstaw do wypowiedzenia umowy bądź też w wypadku całkowitego podporządkowania się woli urzędników (brak wystąpienia na drogę sądową). Mostostal informuje, że w najbliższym czasie spółka opublikuje swoje stanowisko. Przychody z segmentu publicznego mają dominujący udział w przychodach Grupy Mostostal Warszawa (około 60%).

Mostostal poinformuje o wielkości rezerw po analizie umów z podwykonawcami

Mostostal Warszawa poinformował, że ujawni wielkość planowanych rezerw z związku z wypowiedzeniem umowy na budowę stadionu we Wrocławiu, po analizie umów z podwykonawcami. Przedstawiciele J&P Avax, w związku z wypowiedzeniem umowy, przyznają, że opóźnienia na tak wczesnym etapie realizacji prac są normalne. Spółka zapewnia, że konsorcjum prowadzi ze zleceniodawcą negocjacje, mające na celu rozwiązanie sporu.

Dwa kontrakty na kwotę 116 mln PLN

Mostostal Warszawa zawarł dwa kontrakty budowlane. Pierwsza umowa podpisana z GDDKiA związana jest z przebudową drogi krajowej nr 2 na odcinku Zakręt – Mińsk Mazowiecki. Zakończenie prac przewidziano na 30 listopada 2010 roku. Wartość prac to 89,7 mln PLN. Przedmiotem drugiego kontraktu jest budowa aquaparku w Kutnie. Termin realizacji to 18 miesięcy, zaś wartość kontraktu – 27 mln PLN.

Kontrakt za 48,4 mln PLN

Mostostal Warszawa w konsorcjum ze swoją spółką zależną, Wrobisem, podpisał kontrakt na budowę Centrum Komputerowego AGH – budynku dydaktycznego AGH w Krakowie. Termin zakończenia prac to marzec 2012 roku. Wartość kontraktu została ustalona na 48,4 mln PLN (1,7% prognozowanych na ten rok przychodów Mostostalu).

Dwa małe kontrakty Wrobisu

Wrobis, spółka zależna Mostostalu, podpisała 2 małe kontrakty o łącznej wartości 28,7 mln PLN (około 1% prognozowanych na rok 2010 przychodów Mostostalu).

Mostostal wycofuje się z prac na A1 za 150 mln PLN?

Mostostal Warszawa podpisał z Budimexem aneks do umowy z 17 sierpnia (kontrakt na budowę odcinka A1 Pyrzowice – Piekary Śląskie za 1,5 mld PLN). Z komunikatu wynika, że na podstawie aneksu Budimex wykona na rzecz Mostostalu Warszawa prace o wartości 150 mln PLN (3,6% prognozowanych na rok 2010 przychodów Budimexu, 5,4% prognozowanych na ten rok przychodów Mostostalu). Kontrakt z 17 sierpnia przewidywał, że z wartości kontraktu w wysokości 1,5 mld PLN około 150 mln PLN wyniesie udział Mostostalu w inwestycji. Komunikat sugeruje, że obecnie Mostostal, za porozumieniem stron, wycofuje się z wykonawstwa prac.



PBG (Trzymaj)

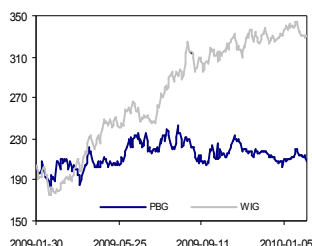
Cena bieżąca: 209,1 PLN

Cena docelowa: 212 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-12

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 376,8	2 089,3	51,8%	2 733,1	30,8%	3 527,3	29,1%	Liczba akcji (mIn)	13,4
EBITDA	138,2	270,6	95,8%	338,5	25,1%	359,9	6,3%	MC (cena bieżąca)	2 808,2
marża EBITDA	10,0%	12,9%		12,4%		10,2%		EV (cena bieżąca)	3 779,9
EBIT	109,4	223,4	104,3%	293,5	31,4%	314,6	7,2%	Free float	53,0%
Zysk netto	102,1	158,0	54,9%	191,5	21,2%	213,7	11,6%		
P/E	27,5	17,8		14,7		13,1		Zmiana ceny: 1m	-0,3%
P/CE	21,5	13,7		11,9		10,8		Zmiana ceny: 6m	-7,1%
P/BV	3,8	1,0		0,7		0,9		Zmiana ceny: 12m	6,1%
EV/EBITDA	22,9	13,5		11,2		9,1		Max (52 tyg.)	242,9
Dyid (%)	0,1	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	182,0



PBG w Q4 2009 po raz kolejny zaprezentuje bardzo dobre, jednak zgodne z prognozami wyniki finansowe. Średnioterminowym ryzykiem pozostaje możliwość spadku marż na nowych kontraktach. Marże generowane przez PBG są znacznie powyżej rentowności właściwej dla generalnych wykonawców. Struktura przyszłych wyników jest naszym zdaniem niekorzystna – ponadprzeciętny udział segmentu ropy naftowej i gazu ziemnego, który z kolei jest pochodną podpisania dużych kontraktów na szczycie cen w budownictwie. W średnim terminie czynnikiem ryzyka może być zapelnienie portfela zleceń na rok 2011 – obecnie jego wartość to 1,1 mld PLN, co implikuje, że w celu realizacji prognozy wyników 2011 roku PBG będzie musiało w 2010 roku pozyskać kontrakty o wartości około 5 mld PLN. Uważamy, że z wyjątkiem terminalu LNG, potencjalne informacje o zdobyciu nowych zleceń będą koncentrować się w II półroczu 2010 roku (hydrotechnika, blok w Opolu, spalarnie śmieci). Rozwój w zakresie energetyki to dobry plan, ale jednocześnie konieczność (brak tak dużych perspektywicznych inwestycji w innych dziedzinach przemysłu). Uważamy, że kompetencje w PBG w segmencie są mniejsze niż Polimexu, atutem jest jednak doświadczenie w pozyskiwaniu kapitału i zarządzaniu dużymi projektami. Ryzyko przedłużania się mrozów (poniżej -10 stopni w dzień) i opadów śniegu może wpływać na powstawanie opóźnień na kontraktach stadionowych. Podtrzymujemy rekomendację neutralną.

Marże „stadionowe” zaskoczą?

Rzecznik Hydrobudowy uważa, że marże na kontraktach stadionowych mogą jeszcze zaskoczyć pozytywnie. Marże na kontrakcie na budowę stadionu w Warszawie i Gdańsku są minimalne, spółka zostawia sobie duży margines bezpieczeństwa na różne ryzyka, m.in. związane z terminowością. Biorąc pod uwagę obecną organizację i tempo prac, część rezerw może być nie wykorzystana i być zamieniona w zyski.

Najkorzystniejsza oferta za 948,2 mln PLN

Konsorcjum firm Alpine Bau, PBG i Hydrobudowa Polska złożyło najkorzystniejszą ofertę na budowę odcinka drogi ekspresowej S5 z obwodnicą Bojanowa i Rawicza. Zaproponowana cena to 948,2 mln PLN. Oferty złożyło 11 firm. Oferta Budimexu była 5 w kolejności, oferta Mostostal Warszawa zaś 9-ta.

Kontrakty na dokończenie budowy III nitki rurociągu PERN

PERN podpisał umowy dotyczące budowy ostatniego odcinka III nitki rurociągu wschodniego. Wartość prac podzielonych na 3 etapy i realizowanych przez 2 konsorcja to 62 mln PLN. Konsorcja te to: PBG, KWG, Aqua oraz Pol-Aqua, AGAT, Naftoprojekt Polska.

10% zysku z 2009 roku na dywidendę?

PBG rozważa przeznaczenie 10% ubiegłorocznego zysku na dywidendę. Decyzję podejmie jednak po konsultacji z inwestorami i w oparciu o analizę potrzeb spółki. W 2010 roku spółka spodziewa się rozstrzygnięcia rekordowych przetargów, których realizacja będzie wiązała się z dużymi nakładami finansowymi. PBG jest przekonane, że nie będzie potrzebowało emisji akcji. Portfel zamówień Grupy to około 4,5 mld PLN, z czego zlecenia za 3 mld PLN przypadają do realizacji w tym roku.



Polimex Mostostal (Trzymaj)

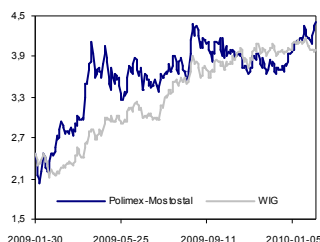
Cena bieżąca: 4,4 PLN

Cena docelowa: 4,5 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-02-03

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 720,5	4 301,7	15,6%	4 666,7	8,5%	4 764,9	2,1%	Liczba akcji (mln)	463,6
EBITDA	205,4	298,5	45,3%	352,0	17,9%	316,8	-10,0%	MC (cena bieżąca)	2 039,8
marża EBITDA	5,5%	6,9%		7,5%		6,6%		EV (cena bieżąca)	2 684,4
EBIT	160,4	228,1	42,2%	270,8	18,7%	215,4	-20,4%	Free float	58,8%
Zysk netto	100,1	120,1	20,0%	155,0	29,1%	147,3	-5,0%		
P/E	20,4	17,0		13,2		13,9		Zmiana ceny: 1m	10,0%
P/CE	14,1	10,7		8,6		8,2		Zmiana ceny: 6m	14,0%
P/BV	2,1	1,9		1,7		1,4		Zmiana ceny: 12m	111,5%
EV/EBITDA	12,3	8,7		7,6		8,1		Max (52 tyg.)	4,4
Dyid (%)	0,4	0,2		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,0



Polimex Mostostal jest drugą po Rafako spółką z największą w relacji do realizowanych przychodów ekspozycją na segment energetyczny. Ekspozycję na działalność w segmencie zapewnia nie tylko działalność energetyczna (Sefako i działalność montażowo-remontowa rozdrobniona w wielu spółkach), ale i produkcja konstrukcji stalowych (blok energetyczny: 80 tys. ton, moce roczne Polimexu: 90 tys. ton). Ryzyka, które sprawiają, że pozostajemy stosunkowo konserwatywni w prognozach, związane są z możliwością finansowania największych kontraktów (przykładowo blok w Opolu wymaga gwarancji bankowych w wysokości 10% wartości kontraktu) i umiejętnością zarządzania bardzo dużymi zleceniami (segment energetyczny w Polimexie jest bardzo rozdrobniony). W relacji do uprzednich prognoz, dostrzegamy szansę na podniesienie prognoz w ramach segmentu produkcji, gorszy niż oczekiwany może być za to wynik w chemii i energetyce. Ostatecznie, nasza prognoza zysku netto na rok 2010 może zostać podniesiona o około 5-10 mln PLN. Nie implikuje to wielkiej poprawy w późniejszych latach, w których już zakładamy poprawę wyniku z produkcji. Zależność Polimexu od wyniku z produkcji jest ograniczona (zgodnie z prognozą, Polimex w segmencie w 2009 roku zrealizuje rentowność netto = 4,5%, segment generuje wysokie koszty ogólne). Oczekujemy na dalszy rozwój sytuacji w ramach planów inwestycyjnych energetyki. Potencjał do pozytywnych zaskoczeń, ze względu na możliwe zdobycie nowych zleceń, koncentruje się w II połowie roku 2010. Zapowiadany spadek długu netto spółki na koniec roku wynika naszym zdaniem z czynników sezonowych (Q4), jak i rynkowych (zaliczki wypłacone przez GDDKiA w celu realizacji budżetu). Ze względu na wzrost wyceny spółki i spadek potencjału do wzrostu kursu, obniżamy naszą rekomendację do trzymaj.

Zysk netto w 2009 roku wzrósł o 30%

Wzrost przychodów w 2009 roku r/r był niższy od zapowiedzi i nie przekroczył 10%, jednak zysk netto wzrósł o nawet 30% (15% bez zysku ze sprzedaży Hotelu Warszawa). Wartość portfela zleceń Grupy zbliża się do 8 mld PLN, z czego 4 mld PLN przypadają na rok 2010. Fuzja Polimexu ze spółkami zależnymi ma zostać sfinalizowana w Q2 2010, nie zaś na przełomie Q1 i Q2 jak początkowo zakładano. Na przełomie lutego i marca mają odbyć się zgromadzenia akcjonariuszy, które zdecydują o połączeniu spółek z Polimexem. Opóźnienia spowodowane są przedłużającymi się pracami nad projektem połączeniowym. Po konsolidacji wynik netto Polimexu ma wzrosnąć o około 20 mln PLN, a rentowność zbliżyć się do 4% netto w 2010 roku.

Vattenfall ma 2 oferty wstępne na blok w Siekierkach, zainwestuje w '10 ok. 1 mld PLN

Vattenfall otrzymał dwie oferty wstępne na budowę bloku o mocy 480 MW w EC Siekierki, którego koszt szacowany jest na 600-650 mln EUR. Przetarg ma być rozstrzygnięty w trzecim kwartale tego roku, a blok powinien być gotowy w 2015 roku. Koncern kontynuuje prace nad projektami budowy nowych mocy w Opaleniu i Puławach, ale uruchomienie inwestycji prawdopodobnie się opóźni. W tym roku spółka zamierza wydać na inwestycje około 1 mld PLN - Jacek Piekacz, prezes Vattenfall Poland. Wcześniej informowano, że prekwifikacje przeszły 4 firmy: Alstom, Foster Wheeler, Polimex i Rafako. Z nieoficjalnych informacji PAP wynika, że oferty złożyły konsorcja pod wodzą Polimexu i Rafako.

Perspektywy na przyszłość

Prezes Polimexu uważa, że pierwsze duże inwestycje w energetyce ruszą w 2011 roku, energetyka zaś będzie jedną z lokomotyw budownictwa w najbliższych latach. Obecnie zawierane kontrakty infrastrukturalne cechuje niska rentowność, ze względu na dużą konkurencję. Na koniec 2009 roku znacznemu obniżeniu uległ dług netto Grupy. Portfel zamówień na rok 2010 to 4 mld PLN. Zarząd jeszcze nie podjął ustaleń odnośnie dywidendy,

przy czym prezes będzie wnioskował o dywidendę w wysokości 20% zysków. Nabierają tempa prace związane z gazowym blokiem energetycznym, który ma zostać zrealizowany wspólnie z Tauronem, PGNiG i ZA Tarnów. Polimex miałby docelowo przejąć funkcje operatorskie w tej elektrociepłowni. Obecnie spółka pozyskuje decyzje korporacyjne dla powołania spółki celowej, która będzie ten projekt prowadziła. Spółka będzie pilnie finalizować feasibility study. Następnie powstanie projekt bazowy, studium finalne, z którym konsorcjum wystąpi do banku o współfinansowanie. Ten rok będzie rokiem przygotowań, realizacja projektu może rozpocząć się w roku 2011.

Szansa na duży kontrakt za 50 mln EUR

Prezes Jaskóła przyznaje, że portfel zleceń Polimexu zbliża się do 8 mld PLN, z czego połowa będzie realizowana w 2010 roku. Spółka jest bliska podpisania kontraktu za granicą o wartości 50 mln EUR. Polimex został wybrany w przetargu na wykonanie usług dla jednej z zagranicznych firm z branży chemicznej. Prezes nie ujawnia nazwy firmy, ani kraju realizacji prac. Obecnie negocjowane są warunki kontraktu, jego podpisanie powinno mieć miejsce w I połowie 2010 roku. Prezes zapewnia, że Polimex będzie też starał się o zlecenia drogowe na odcinku A1 Stryków – Pyrzowice.

Sprzedaż Hotelu Warszawa

Polimex poinformował o sprzedaży Hotelu Warszawa, nie podał jednak ceny sprzedaży. Jednocześnie, podpisana została umowa na wykonanie prac budowlanych w obiekcie na kwotę 90 mln PLN brutto (1,9% prognozowanych tegorocznych przychodów Grupy). Istnieje możliwość rozszerzenia zakresu prac po opracowaniu dokumentacji wykonawczej. Obiekt został sprzedany grupie osób fizycznych. Transakcja powinna mieć pozytywny wpływ na wyniki Q4 2009. Zakładamy, że zysk na transakcji wyniesie 11 mln PLN.

Gloria sprzedała akcje Polimexu

Miała miejsce transakcja pakietowa, w której dotychczasowy inwestor, Gloria, sprzedał cały posiadany pakiet.



Rafako (Akumuluj)

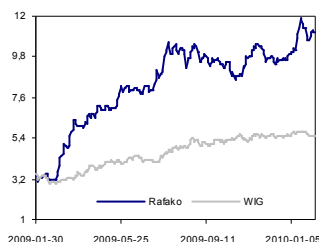
Cena bieżąca: 11,1 PLN

Cena docelowa: 11,6 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-02-03

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 137,5	1 125,6	-1,1%	996,5	-11,5%	1 310,2	31,5%	Liczba akcji (mln)	69,6
EBITDA	35,1	76,1	116,8%	72,7	-4,5%	84,4	16,2%	MC (cena bieżąca)	775,3
marża EBITDA	3,1%	6,8%		7,3%		6,4%		EV (cena bieżąca)	566,7
EBIT	22,1	60,8	175,6%	56,9	-6,4%	68,2	19,8%	Free float	19,5%
Zysk netto	12,2	-11,6		32,8		55,8	70,0%		
P/E	63,6			23,6		13,9		Zmiana ceny: 1m	10,8%
P/CE	30,7	206,8		15,9		10,8		Zmiana ceny: 6m	8,7%
P/BV	2,2	2,3		2,1		1,8		Zmiana ceny: 12m	244,9%
EV/EBITDA	15,6	7,0		7,8		6,2		Max (52 tyg.)	11,9
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,1



Rafako charakteryzuje się największą ekspozycją na segment budownictwa energetycznego ze średnich spółek budowlanych notowanych na GPW. Firma ma też prawdopodobnie największe kompetencje w segmencie, a także niezłą bazę materiałową (produkcja kotłów). Planowane inwestycje w energetyce powodują, że perspektywy długoterminowe (sprzedaż akcji w 2012/2013 roku) przedstawiają się korzystnie. W krótkim terminie nie dostrzegamy istotnych czynników, które spowodowały tak duży wzrost kursu akcji Rafako. W 2010 roku Rafako musi udowodnić, że jest w stanie realizować przewidywane wyniki finansowe. Podtrzymujemy nasze prognozy na ten rok i nie wykluczamy w przyszłości korekty wyników 2011 roku. Wstępne szacunki zakładają podniesienie prognoz przychodów o około 100 mln PLN. Większość potencjalnych dużych kontraktów koncentruje się w II połowie 2010 roku. Wyjątkiem są zlecenia na wykonanie instalacji odazotowania, tu jednak konkurencja będzie spora (firmy z całego świata) oraz wieloletnie zlecenia modernizacyjne w Bełchatowie (rozstrzygnięcia na przełomie Q2 i Q3). Nie oczekujemy ryzyk w wynikach finansowych związanych z małym zapelnieniem mocy w produkcji kotłów w II połowie 2010 roku (Rafako utworzyło już na ten cel rezerwy). Trudno nam ostatecznie określić, kiedy może rozstrzygnąć się kwestia akcjonariatu Rafako. Czekamy również na rozstrzygnięcie kwestii zaangażowania Alstomu w nowych przetargach energetycznych. Alstom to najbardziej doświadczona firma działająca na rynku polskim, mimo to, firma została wykluczona z przetargów w Siekierkach, Opolu i niektórych zleceń w Bełchatowie. Obniżamy rekomendację dla Rafako do akumuluj.

Oczekiwany wzrost backlogu, konkurencja w ramach produkcji kotłów

Zarząd Rafako spodziewa się znacznego wzrostu portfela zleceń w 2010 roku, w związku z przewidywanymi rozstrzygnięciami dużych przetargów energetycznych. Obecnie wartość portfela zleceń spółki to 2 mld PLN. W tym roku należy się spodziewać, dwóch, może trzech rozstrzygnięć, na które spółka bardzo liczy. Gorzej sytuacja wygląda w przypadku mniejszych zleceń, gdyż mniejsze firmy energetyczne, ze względu na utrudniony dostęp do finansowania i schłodzenie koniunktury, wstrzymują się z inwestycjami. Zmniejszona podaż mniejszych kontraktów skutkuje bardzo silną konkurencją, co grozi spadkiem marż. Rafako powinno posiadać w portfelu zleceń około 150-200 mln PLN z mniejszych projektów, związanych z produkcją urządzeń kotłowych. Ten rynek wyraźnie się zmniejszył. Moce produkcyjne spółki, jeśli chodzi o produkcję kotłów, są obecnie zapelnione w 100%. Pełne obłożenie utrzyma się przynajmniej do połowy roku. Na drugą połowę roku spółka prowadzi rozmowy, w celu zapelnienia potencjału wytwórczego.

Vattenfall ma 2 oferty wstępne na blok w Siekierkach, zainwestuje w '10 ok. 1 mld PLN

Vattenfall otrzymał dwie oferty wstępne na budowę bloku o mocy 480 MW w EC Siekierki, którego koszt szacowany jest na 600-650 mln EUR. Przetarg ma być rozstrzygnięty w trzecim kwartale tego roku, a blok powinien być gotowy w 2015 roku. Koncern kontynuuje prace nad projektami budowy nowych mocy w Opaleniu i Puławach, ale uruchomienie inwestycji prawdopodobnie się opóźni. W tym roku spółka zamierza wydać na inwestycje około 1 mld PLN - Jacek Piekacz, prezes Vattenfall Poland. Wcześniej informowano, że prekwifikacje przeszły 4 firmy: Alstom, Foster Wheeler, Polimex i Rafako. Z nieoficjalnych informacji PAP wynika, że oferty złożyły konsorcja pod wodzą Polimexu i Rafako.

Podpisanie umowy z Elektrownią Kozienice za 48 mln PLN

Rafako podpisało z Elektrownią Kozienice kontrakt na wymianę elektrofiltru bloku nr 10 w Elektrowni Kozienice. Wartość kontraktu to 48 mln PLN, czyli około 3,7% prognozowanych na rok 2010 przychodów Rafako. Rafako w grudniu informowało o wyborze oferty spółki jako najkorzystniejszej.



Trakcja Polska (Trzymaj)

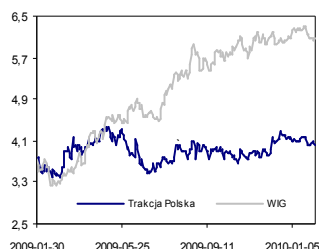
Cena bieżąca: 4 PLN

Cena docelowa: 4,2 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-01-06

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	646,8	794,6	22,9%	712,7	-10,3%	753,0	5,7%	Liczba akcji (mln)	160,1
EBITDA	35,6	60,9	71,0%	83,7	37,5%	51,2	-38,8%	MC (cena bieżąca)	645,2
marża EBITDA	5,5%	7,7%		11,7%		6,8%		EV (cena bieżąca)	472,1
EBIT	29,6	53,0	79,3%	73,7	39,1%	40,7	-44,8%	Free float	38,8%
Zysk netto	28,7	54,7	90,7%	66,1	20,8%	40,0	-39,5%		
P/E	18,3	11,8		9,8		16,1		Zmiana ceny: 1m	-1,5%
P/CE	15,1	10,3		8,5		12,8		Zmiana ceny: 6m	1,8%
P/BV	3,6	2,1		1,7		1,5		Zmiana ceny: 12m	14,8%
EV/EBITDA	12,9	5,4		5,6		8,5		Max (52 tyg.)	4,4
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,4



Bez wątplenia, stan infrastruktury kolejowej w Polsce jest zły, a potrzeby inwestycyjne duże. Nie oznacza to jednak, że duży wzrost wydatków PKP PLK nastąpi już w 2010 roku. Po 9 miesiącach wstrzymanych rozstrzygnięć przetargów, większość wykonawców jest w podobnej sytuacji (zapełnienie około 70% portfela na rok 2010). Uważamy, że taka sytuacja, w połączeniu z powolnym ogłaszaniem i rozstrzyganiem kolejnych zleceń, powoduje dużą walkę konkurencyjną między wykonawcami. Sądzymy, że ostatnie oferty Trakcji (Działdowo, linia 358) były agresywne cenowo. W efekcie, nasza prognoza 40 mln PLN zysku w 2010 roku może być stosunkowo optymistyczna. Prognoza przychodów pozostaje aktualna. Sądzymy, że w kontekście priorytetu udzielonego budowie dróg i niepewnych wpływów z prywatyzacji, perspektywa ogłoszenia w 2010 roku dużej liczby przetargów, o wartości rzędu 5 mld PLN, jest mocno niepewna, podobnie jak duży wzrost CAPEX-u PKP PLK już w 2011 roku. W międzyczasie, czeka nas pogorszenie wyników Trakcji w Q3 i Q4 2010. Podtrzymujemy rekomendację neutralną.

Najkorzystniejsza oferta PRKil za 70,2 mln PLN

PRKil, spółka zależna Trakcji, złożyła najkorzystniejszą ofertę na modernizację linii kolejowej nr 358 na odcinku Zbąszynek – Czerwieńsk. Wartość prac to 70,2 mln PLN (9,3% prognozowanych przychodów Trakcji w 2010 roku). Zgodnie z naszymi informacjami, kolejna wg. atrakcyjności oferta, złożona przez PNI, PKP Energetyka i Kombud była o 13,7% droższa.



Ulma Construcción Polska (Trzymaj)

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-01-06

	Cena bieżąca: 85 PLN			Cena docelowa: 82,2 PLN				
(m ln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)
Przychody	222,6	241,5	8,5%	174,7	-27,6%	221,4	26,7%	Liczba akcji (mln)
EBITDA	108,4	103,4	-4,7%	68,7	-33,5%	112,6	63,9%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	48,7%	42,8%		39,3%		50,9%		EV (cena bieżąca)
EBIT	66,6	40,9	-38,5%	4,1	-90,0%	43,4	959,0%	Free float
Zysk netto	50,9	25,9	-49,2%	-5,0		24,9		
P/E	8,8	17,3				17,9		Zmiana ceny: 1m
P/CE	4,8	5,1		7,5		4,7		Zmiana ceny: 6m
P/BV	1,9	1,7		1,7		1,6		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	4,7	6,1		9,0		5,3		Max (52 tyg.)
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)



Pozyskanie dużej liczby zleceń, w tym infrastrukturalnych, wpływa na spadek presji konkurencyjnej Ulmy. Ceny za dzierżawę sprzętu Ulmy są już bardzo zbliżone do cen Peri, podczas gdy wiele firm zajmujących się dzierżawą sprzętu wykorzystywanego w budownictwie kubaturowym oferuje dzierżawę szalunków nadal znacznie taniej. Uważamy, że obecnie to właśnie głównie konkurencji Ulmy posiadają duży potencjał do poprawy wyników w momencie poprawy koniunktury w budownictwie mieszkaniowym. Generalnie, kontrakty podpisane przez generalnych wykonawców w 2009 roku po stosunkowo niskich cenach nie będą naszym zdaniem pozwalać na istotny wzrost cen dzierżawy sprzętu budowlanego, zaś poziom jego wykorzystania, z wyjątkiem sprzętu używanego w budowie dróg, będzie istotnie niższy niż w latach 2007-2008. Wyniki Q4 2009 będą gorsze niż uprzednio prognozowaliśmy, wynika to jednak wyłącznie z niedoszacowania amortyzacji. W kolejnych kwartałach Ulma powinna prezentować poprawę wyników, wyjątkiem będzie jednak Q1 2010, gdzie ze względu na trudną pogodę w styczniu wynik będzie prawdopodobnie zbliżony do stycznia 2009 (strata netto). Mimo to, prognoza blisko 25 mln PLN zysku netto w 2010 roku pozostaje aktualna. Podtrzymujemy nasze prognozy i rekomendację trzymaj.

Prezes o sytuacji na rynku

Prezes Kozłowski przyznaje, że dołek koniunktury jest już za spółką. Widząc rosnącą liczbę zleceń, zarząd ma przesłanki, aby sądzić, że najbliższe kwartały przyniosą poprawę wyników. Powolny, systematyczny wzrost dostrzegalny jest w zakresie kluczowego dla spółki segmentu mieszkaniowego. W odniesieniu do naszej prognozy, zakładającej około 25 mln PLN zysku netto w 2010 roku, prezes przyznaje, że jest obecnie za wcześnie aby mówić o liczbach. Wynik w wysokości 25 mln PLN oznaczałby powrót do zysków z lat 2005-2006, nie będzie to jednak łatwe. Na koniec września 35% przychodów pochodziło z segmentu infrastrukturalnego. Pewną poprawę widać na rynku rumuńskich i kazachskim. Najgorsza jest sytuacja na Ukrainie. Niebawem Ulma zamierza rozpocząć budowę nowej siedziby i centrum logistyczno-magazynowego. Wielkość oszczędności z budowy obiektu, który ma być zakończony pod koniec 2011 roku, prezes nie zdradza.



Unibep (Akumuluj)

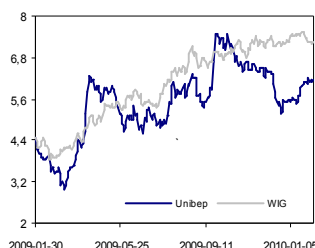
Cena bieżąca: 6,2 PLN

Cena docelowa: 6,6 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-02-03

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	407,5	502,9	23,4%	395,6	-21,3%	593,5	50,0%	Liczba akcji (mln)	33,9
EBITDA	16,7	33,4	99,6%	28,5	-14,6%	25,1	-12,1%	MC (cena bieżąca)	209,3
marża EBITDA	4,1%	6,6%		7,2%		4,2%		EV (cena bieżąca)	215,6
EBIT	15,8	31,8	101,3%	24,1	-24,2%	20,1	-16,6%	Free float	23,0%
Zysk netto	11,7	27,6	135,3%	18,3	-33,7%	15,4	-16,2%		
P/E	14,3	7,6		11,4		13,6		Zmiana ceny: 1m	11,4%
P/CE	13,2	7,1		9,2		10,3		Zmiana ceny: 6m	5,8%
P/BV	10,2	2,0		1,7		1,5		Zmiana ceny: 12m	54,3%
EV/EBITDA	9,2	4,6		7,6		9,1		Max (52 tyg.)	7,5
Dyid (%)	0,2	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,0



Uważamy, że budownictwo mieszkaniowe będzie segmentem branży o największej, skokowej wręcz poprawie koniunktury w 2010 roku. Wielu deweloperom kończą się zapasy mieszkań, w tym tych małych, tańszych. W dodatku, deweloperzy ponoszą duże koszty stałe działalności. Uważamy, że w I połowie 2010 deweloperzy rozpoczną budowę co najmniej 20 tys. nowych mieszkań w Polsce (kontrakty o wartości co najmniej 3,5 mld PLN, prognoza jest konserwatywna). Unibep naszym zdaniem posiada jedną z największych ekspozycji na segment mieszkaniowy spośród firm giełdowych. O ile pozytywnie postrzegamy szanse w mieszkaniówce, Rosja budzi ambiwalentne uczucia – kontrakty naszym zdaniem są zbyt duże dla Unibepu i przez to ryzykowne. Pomimo dość agresywnej kontraktacji w 2009 roku (efekt wyczerpania portfela zleceń), ryzyko pogorszenia wyników jest ograniczone, ze względu na oczekiwane bardzo dobre wyniki z działalności deweloperskiej. Nie wykluczamy rewizji prognoz w najbliższym czasie. Sprowadzałyby się one do podniesienia marż w segmencie deweloperskim. Uważamy, że obecnie Unibep posiada już istotny portfel zamówień i jest w stanie bardziej selektywnie dobierać kontrakty. Fabryka domów w 2010 roku prawdopodobnie przyniesie zysku, w długim terminie dostrzegamy jednak potencjał do poprawy wyników. Ze względu na wzrost kursu, obniżamy rekomendację do akumuluj.

Zarząd prognozuje 20 mln PLN zysku netto w 2010 roku

Zarząd Unibepu opublikował prognozę, z której wynika, że spółka w 2010 roku ma zrealizować 607 mln PLN przychodów i 20 mln PLN zysku netto. Prognoza EBIT nie została opublikowana.

Kontrakt mieszkaniowy za 70,5 mln PLN

Unibep podpisał kontrakt ze spółką Zielony Żoliborz, podmiotem zależnym od firmy Turret Development. Przedmiotem umowy jest budowa budynku Zielony Żoliborz etap B o powierzchni użytkowej (PUM) = 20 059,6 m². W obiekcie będą znajdowały się 303 mieszkania. Wynagrodzenie wykonawcy wyniesie 70,5 mln PLN (12% prognozowanych przychodów Unibepu w 2010 roku). Przewidywany termin zakończenia prac to październik 2011 roku. Umowa wejdzie w życie pod warunkiem pozyskania przez inwestora finansowania bankowego. Jest to kontrakt warunkowy, niemniej obecnie jesteśmy bardziej optymistycznie nastawieni do wejścia tego typu kontraktów w realizację niż wcześniej.

Kontrakt mieszkaniowy za 19,57 mln PLN

Unibep podpisał z Prestige Budownictwo kontrakt na budowę zespołu mieszkaniowego przy ul. Dalanowskiej w Warszawie. W kompleksie znajdzie się 117 mieszkań i 4 lokale użytkowe. Termin realizacji prac upływa 31 sierpnia 2011 roku. Wartość kontraktu to 19,57 mln PLN (3,26% prognozowanych na rok 2010 przychodów).

Rozwiązanie kontraktu rosyjskiego za 109,5 mln EUR

Unibep rozwiązał kontrakt z Clover Group (d. RGS Nedwyzimost) na budowę kompleksu apartamentowców w Soczi w Rosji. Wartość kontraktu to 109,5 mln EUR (ok. 440 mln PLN, 74% prognozowanych na ten rok przychodów Unibepu). Unibep wykonał około 10% wartości kontraktu i otrzymał za to wynagrodzenia.

Zakup udziałów w PRDM za 5,1 mln PLN

Unibep podpisał ze Skarbem Państwa umowę nabycia 85% akcji w PRDM za 5,1 mln PLN.

Deweloperzy

Segment mieszkaniowy

Wyniki sprzedaży Q4 2009

J.W. Construction sprzedał w Q4 2009 261 lokali, Polnord zaś 174 (szacunki wstępne). Szacunki prasowe zakładają, że sprzedaż w Dom Development wyniosła 300 lokali, naszym zdaniem jednak te cyfry, choć wiarygodne, mogą być różne od rzeczywistości (tzn. dane nie pochodzą raczej ze spółki). Sprzedaż w Ronsonie wyniosła 66 lokali (20% oferty na początku oferty), sprzedaż w Atlas Estates w Q4 2009 wyniosła 37 mieszkań, w Marvipolu 71 lokali, w Wikanie zaś 90 lokali.

Segment komercyjny

Duża transakcja na rynku nieruchomości handlowych

Firma Mayland sprzedała funduszowi MGPA Europe Fund III dwie galerie handlowe – Karolinka w Opolu (70 tys. m²) oraz Pogoria w Dąbrowie Górniczej (36 tys. m²). Oba obiekty są w 98% wynajęte. Do 2012 roku firma Mayland chce otworzyć projekty w Krakowie, Szczecinie, a także w Rzeszowie. Po całkowitym zastoju na rynku w 2009 roku, przedstawiciele Cushman & Wakefield spodziewają się wzrostu zainteresowania inwestorów najlepszymi obiektami handlowymi. Wartość transakcji to 187 mln EUR. W najbliższym czasie MGPA chce także sfinalizować zakup centrum handlowego Jantar w Słupsku (22 tys. m²). Całkowity koszt inwestycji w 3 centra handlowe to 236 mln EUR.

Gant Development

Aneks do umowy kredytowej z Raiffeisen Bank

Spółka celowa Ganta powołana do realizacji projektu przy ul. Sokołowskiej podpisała z Raiffeisen Bank Polska aneks do umowy kredytowej z 26 września 2007 roku. W ramach podpisanego aneksu, zwiększono kwotę udzielonego kredytu do 150 mln PLN (o 45 mln PLN) i przedłużono termin jego ostatecznej spłaty do 30 grudnia 2011 roku. Dodatkowe środki zostaną przeznaczone na sfinansowanie kosztów budowy kompleksu mieszkalno – usługowego przy ul. Sokołowskiej w W-wie. Po pozyskaniu aneksu do umowy kredytowej od Raiffeisen Bank Polska, Gant rozpocznie budowę przy ul. Sokołowskiej. Etap 1 osiedla Kaskada będzie liczył 280 mieszkań i 39 lokali użytkowych. Większość mieszkań to lokale dwupokojowe o powierzchni 45-56 m². Gant nie musiał udzielać dodatkowych zabezpieczeń w związku z aneksem do umowy kredytowej.

Sprzedaż mieszkań w grudniu

W grudniu Gant sprzedał 34 mieszkania (łącznie w Q4 2009: 75 lokali).

KNF zatwierdził prospekt emisyjny

KNF zatwierdził prospekt emisyjny, który ma pozwolić Gantowi na emisję 3,06 mln nowych akcji po cenie 15 PLN za sztukę. Ostatnim dniem notowania akcji z prawem poboru był 4 stycznia. Zapisy na nowe akcje będą przyjmowane w dniach 11-17 lutego.

GTC

Plany inwestycyjne GTC

W ciągu najbliższych kilkunastu miesięcy GTC ukończy projekty, których powierzchnia przypisana GTC wg. udziałów w SPV to 260 tys. m². Obecnie powierzchnia obiektów ważona udziałami GTC to 412 tys. m² (wg. prezentacji z Q3 2009). W najbliższym czasie, ze względu na słabą koniunkturę na rynku, GTC nie będzie sprzedawać nieruchomości. GTC rozmawia z bankami w sprawie refinansowania wybranych projektów, w celu pozyskania dodatkowych środków na nowe inwestycje. W 2010 roku spółka może rozpocząć budowę biurowca i centrum handlowego w Bukareszcie oraz dwóch budynków biurowych w Warszawie (4 budynek Platinum Business Park, 3 budynek Okęcie Business Park). Start projektów w Rumunii uzależniony jest od pozyskania niezbędnych zezwoleń administracyjnych. Do GTC trafia wiele ofert współudziału w inwestycjach komercyjnych, których właściciele nie są w stanie samodzielnie podołać projektom.

Wynajem 9300 m² w City Gate

GTC Romania wynajął 9300 m² w budynku City Gate. Wartość 5-letniego kontraktu to około 11 mln EUR.

Triton Development

Plany inwestycyjne na rok 2010

Triton Development w 2010 roku planuje rozpocząć 3 nowe projekty. W przypadku inwestycji przy ul. Francuskiej (około 1000 PUM), spółka odwołała się od decyzji konserwatora zabytków,



który nie zaakceptował projektu. W przypadku inwestycji na Białoleśce (około 20 tys. PUM), deweloper ustala z gminą decyzję lokalizacyjną wjazdu. Następnie, zamierza wystąpić o pozwolenie na budowę. W pierwszej połowie 2010 roku spółka będzie też składać wniosek o pozwolenie na budowę Projektu Kampinos (1 etap: 14 tys. PUM). Spółka sprzedała ponad 50% mieszkań z liczącego 600 lokali projektu Triton Park. Przekazywanie mieszkań w projekcie zacznie się w Q1 2010. Do końca roku spółka nie sprzeda raczej wszystkich mieszkań. Od czerwca 2009 sprzedaje się średnio miesięcznie 8 mieszkań, liczba wycofań zaś spadła. Spółka rozgląda się za mniejszymi działkami, pod kameralne inwestycje.



Dom Development (Kupuj)

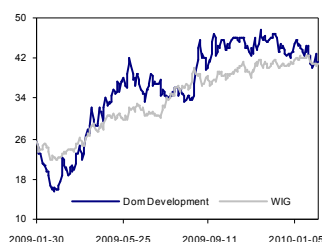
Cena bieżąca: 41,4 PLN

Cena docelowa: 50,1 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-02-03

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	878,8	698,2	-20,6%	670,8	-3,9%	497,3	-25,9%	Liczba akcji (mIn)	24,6
EBITDA	243,2	168,1	-30,9%	110,1	-34,5%	39,7	-63,9%	MC (cena bieżąca)	1 016,8
marża EBITDA	27,7%	24,1%		16,4%		8,0%		EV (cena bieżąca)	1 293,9
EBIT	241,0	165,7	-31,2%	107,6	-35,0%	37,3	-65,4%	Free float	20,0%
Zysk netto	200,6	136,9	-31,7%	78,4	-42,7%	27,3	-65,2%		
P/E	5,1	7,4		13,0		37,2		Zmiana ceny: 1m	-8,0%
P/CE	5,0	7,3		12,6		34,2		Zmiana ceny: 6m	18,3%
P/BV	1,5	1,5		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m	80,0%
EV/EBITDA	4,2	7,7		11,8		30,0		Max (52 tyg.)	47,7
Dyid (%)	0,0	4,9		1,9		0,7		Min (52 tyg.)	15,7



Przesłanie inwestycyjne w sektorze deweloperskim pozostaje bez zmian. Uważamy, że wyniki realizowane na nowych inwestycjach w 2011 roku mają szansę być lepsze, niż nasze oczekiwania. Rewizję prognoz przewidujemy na wiosnę. Oczekujemy, że tendencja poprawy wyników będzie utrzymywała się w Q1 2010 i w kolejnych kwartałach. Dom Development nadal charakteryzuje się premią do wartości aktywów, ale jednocześnie i dużą płynnością oraz możliwością finansowania prac o znacznie większej skali niż założenia przyjęte w prognoza (do tego niezbędna jest dywersyfikacja banku ziemi). Uważamy, że deweloper jest w stanie wcześniej niż konkurencji rozpocząć kolejne nowe projekty i prezentować ponad przeciętne wyniki sprzedażowe. Czynniki ryzyka pozostaje kilka gruntów nabytych po zbyt wysokiej cenie (Kamienica Raczyńskiego, Osiedle Oaza we Wrocławiu, grunty przy ul. Górczewskiej w W-wie). Ze względu na spadek kursu dewelopera podnosimy naszą rekomendację do kupuj.

300 mieszkań sprzedanych w Q4 2009, plany na rok 2010

Dom Development poinformował o sprzedaży 300 mieszkań netto w Q4 2009. Zarząd przyznaje, że nie spodziewał się aż tak dużego zainteresowania projektem Saska Kępa, którego dotychczasowa sprzedaż stanowi ponad jedną trzecią tego wyniku. Znacząco poprawiły się nastroje klientów, pomimo braku większej poprawy w zakresie kredytów hipotecznych. Deweloper w Q4 2009 wprowadził do sprzedaży 585 mieszkań w ramach inwestycji Saska Kępa i jednego projektu na Białoleśce. W nowym roku Dom Development wejdzie z ofertą 1000 mieszkań na sprzedaż, z czego ponad 500 jest gotowych. Jeśli warunki rynkowe będą sprzyjające, deweloper będzie mógł wprowadzić do sprzedaży nawet 2000 mieszkań w 2010 roku. Spółka ma w planach zakup działek w Warszawie, głównie na lewym brzegu Wisły. Na ten cel deweloper chce przeznaczyć 180 mln PLN. Pomimo tych wydatków, przepływy operacyjne spółki w 2010 roku powinny być dodatnie.

Prezes Szanajca o wynikach sprzedaży i nowych inwestycjach

Dom Development rozpoczął dwie nowe inwestycje: Osiedle Klasyków na Białoleśce (135 mieszkań) oraz Osiedle Adria na Białoleśce (250-270 mieszkań). W następnej kolejności ma zostać rozpoczęty projekt na lewym brzegu Wisły (prawdopodobnie chodzi o inwestycję przy ul. Górczewskiej).



J.W. Construction (Kupuj)

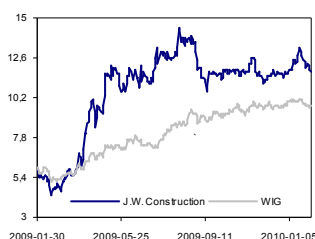
Cena bieżąca: 11,8 PLN

Cena docelowa: 14 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-02

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	781,1	721,4	-7,6%	666,4	-7,6%	1 029,9	54,5%	Liczba akcji (mln)	54,1
EBITDA	211,9	158,5	-25,2%	157,4	-0,7%	315,5	100,4%	MC (cena bieżąca)	635,4
marża EBITDA	27,1%	22,0%		23,6%		30,6%		EV (cena bieżąca)	888,0
EBIT	198,6	141,1	-28,9%	136,9	-3,0%	294,5	115,1%	Free float	18,0%
Zysk netto	148,1	100,9	-31,9%	95,7	-5,2%	247,3	158,4%		
P/E	4,2	6,3		6,6		2,6		Zmiana ceny: 1m	0,9%
P/CE	3,9	5,4		5,5		2,4		Zmiana ceny: 6m	-18,7%
P/BV	1,1	2,0		1,3		0,9		Zmiana ceny: 12m	109,1%
EV/EBITDA	5,3	8,0		5,6		1,7		Max (52 tyg.)	14,5
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	4,3



Przesłanie inwestycyjne w sektorze deweloperskim pozostaje bez zmian. Uważamy, że na tle konkurencji J.W. będzie rozpoczynać nowe inwestycje z opóźnieniem, czego przyczyną jest późniejszy o około 0,5 roku cykl budowy. Zaletą spółki są dobre aktywa (prawdopodobnie najlepsza relacja ceny do jakości banku ziemi spośród większych deweloperów). Atutem jest także własna spółka budowlana. Wyniki Q4 2009 będą gorsze od naszych oczekiwań, wynika to jednak wyłącznie z mniejszej liczby mieszkań przekazanych w 2009 roku (możliwość rewizji w górę prognozowanych na rok 2010 wyników). Na dalszy wzrost wyceny J.W., ponad 14 PLN/akcję, mogłaby pozwolić ustawa o wykupach mieszkań z TBS po cenach rynkowych. Działalność TBS, w relacji do wartości rynkowej lokali, charakteryzuje się niską stopą kapitalizacji (około 3%). Wykup wszystkich lokali po cenach rynkowych skutkowałby wzrostem wartości J.W. nawet o 2,8 PLN/akcję. Konserwatywnie można zakładać, że wykupowi podlegałaby około połowa lokali. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Cel: sprzedaż 1300 mieszkań w 2010 roku

Główny akcjonariusz J.W. Construction przyznaje, że celem na rok 2010 jest sprzedaż 1300 mieszkań. Jest to o 10% więcej, niż cel zakładany na miesiące 2009 roku. Przed kryzysem spółka sprzedawała 2500 mieszkań, a obecnym celem jest osiągnięcie połowy z tej liczby. W Q4 2009 sprzedano 261 mieszkań. Z rozpoczęciem nowych projektów spółka czeka do wiosny.

Właściciel sprzedał 7,1% walorów

Spółka zależna większościowego akcjonariusza, P. Wojciechowskiego, zbyła 7,1% walorów dewelopera. Obecnie P. Wojciechowski posiada niecałe 67% akcji dewelopera.



Polnord (Kupuj)

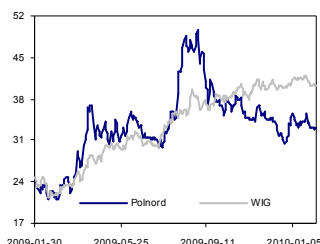
Cena bieżąca: 33,2 PLN

Cena docelowa: 46,8 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-15

(m ln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Przychody	131,5	391,1	197,4%	207,5	-46,9%	349,4	68,4%	Liczba akcji (mln)	22,1
EBITDA	33,0	108,7	229,0%	96,1	-11,5%	32,5	-66,1%	MC (cena bieżąca)	734,1
marża EBITDA	25,1%	27,8%		46,3%		9,3%		EV (cena bieżąca)	1 232,4
EBIT	31,4	106,7	239,8%	94,1	-11,8%	30,6	-67,5%	Free float	36,0%
Zysk netto	98,8	77,8	-21,2%	59,6	-23,4%	3,9	-93,5%		
P/E	4,7	7,7		12,3		190,2		Zmiana ceny: 1m	-6,7%
P/CE	4,7	7,5		11,9		125,5		Zmiana ceny: 6m	-21,9%
P/BV	0,6	0,6		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	45,6%
EV/EBITDA	22,9	10,9		12,8		31,1		Max (52 tyg.)	49,5
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	21,0



Przesłanie inwestycyjne w sektorze deweloperskim pozostaje bez zmian. Pozyskane środki z emisji obligacji (120,5 mln PLN: obligacje zamienne, 75 mln PLN: obligacje zwykłe) pozwalają na realizację zaplanowanych projektów, a być może nawet na przekroczenie prognoz (możliwe rozpoczęcie budowy 3 budynku biurowego już w 2010 roku). Umowa emisji obligacji zamiennych dodatkowo wprowadza ograniczenia w dokonywaniu transakcji z podmiotami powiązanymi. Struktura zadłużenia jest naszym zdaniem bezpieczna, większość z długu pod grunty zostało przedłużone na lata kolejne. Polnord posiada sporo ciekawych aktywów (grunt pod kompleks handlowy na Wilanowie, działki po dobrej cenie), są też grunty mniej atrakcyjne (Łódź), jednak ich waga w wartości aktywów spółki jest ograniczona. Wynik netto w 2009 roku wyniesie 60 mln PLN netto, co wynika jednak głównie z przeszacowań nieruchomości. Na dobre wyniki z działalności operacyjnej należy poczekać do roku 2011. Głębokie dyskonto do wartości księgowej nie jest naszym zdaniem uzasadnione. Podtrzymujemy rekomendację kupuj z blisko 40% potencjału wzrostowego.

60 mln PLN zysku w 2009 roku

Prezes Ciurzyński zapowiedział, że Polnord w 2009 roku wypracuje około 60 mln PLN zysku netto. Rok 2010 ma nie być gorszy. Wynik w Q4 2009 ma powiększyć przeszacowanie wartości m.in. gruntu w Dopiewcu (przeniesienie do nieruchomości inwestycyjnych, grunt wniesiony w zamian za akcje Polnordu przez Prokom w 2009 roku). Pozostałą część z przeszacowania wartości nieruchomości zapewne wycena nieruchomości biurowych w budowie.

Emisja obligacji za 75 mln PLN

Polnord przeprowadził emisję obligacji zwykłych zabezpieczonych na kwotę 75 mln PLN. Termin wykupu obligacji przypada na 22 stycznia 2013 roku. Emisja obligacji kończy sukcesem starania Polnordu o pozyskanie 200 mln PLN z rynku instrumentów dłużnych. Pozyskane środki są finansowaniem długoterminowym, dopasowanym do cyklu inwestycyjnego planowanych projektów deweloperskich.

Celem na 2010 rok 800, a może nawet 1000 sprzedanych mieszkań

Celem na rok 2010 jest jednak 800 sprzedanych lokali (2009: 411). Prezes przyznaje, że nie wykluczony jest wyższy wynik, w wysokości 1000 sprzedanych mieszkań. W pierwszej połowie 2010 roku zarząd przewiduje sprzedaż 60-70 mieszkań miesięcznie oraz wzrost wyniku nawet do około 100 mieszkań miesięcznie w II połowie roku. W roku 2011 i 2012 sprzedaż mieszkań ma wynieść około 1500 lokali. Obecnie w ofercie Polnordu znajduje się około 300 mieszkań ze starych projektów oraz 700 mieszkań z nowych inwestycji. Oferta ma jeszcze wzrosnąć o 1000 lokali, wraz z rozpoczęciem nowych obiektów. Pieniądze pozyskane z emisji obligacji pozwolą sfinansować plany inwestycyjne, zezwolą też na rozpoczęcie 3 etapu Wilanów Office Park i obiektów handlowych w Wilanowie (pod koniec roku). W I połowie 2010 roku zarząd spodziewa się finalizacji kolejnych transakcji zakupu gruntów na południu Polski. Prezes Ciurzyński uważa, że sprzedaż mieszkań będzie wzrastać w 2010 roku, zaś ceny najbardziej poszukiwanych mniejszych i tańszych lokali będą wzrastać.

Wyniki sprzedaży mieszkań w Q4 2009

Polnord w Q4 2009 sprzedał 174 mieszkania. Łącznie w 2009 roku sprzedaż wyniosła 569 mieszkań (Q1: 78, Q2: 163, Q3: 154, Q4: 174), zanotowano zaś 158 zwrotów. Sprzedaż netto to 411 mieszkań. Najlepszy wynik spółka zanotowała w listopadzie, gdy sprzedała 80 mieszkań.

Handel



Emperia Holding (Trzymaj)

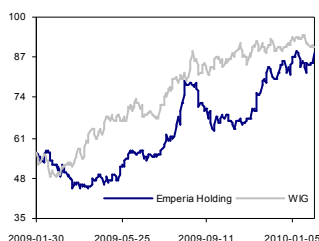
Cena bieżąca: 88,5 PLN Cena docelowa: 70,3 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-04

Podstawowe dane (mIn PLN)

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana		
Przychody	4 479,6	5 263,1	17,5%	5 520,7	4,9%	6 046,3	9,5%	Liczba akcji (mln)	15,1
EBITDA	176,2	152,3	-13,5%	176,7	16,0%	220,5	24,8%	MC (cena bieżąca)	1 337,7
marża EBITDA	3,9%	2,9%		3,2%		3,6%		EV (cena bieżąca)	1 613,8
EBIT	136,2	94,9	-30,3%	113,1	19,2%	142,2	25,7%	Free float	71,0%
Zysk netto	88,4	60,1	-32,0%	71,3	18,6%	102,4	43,6%		
P/E	15,1	22,3		18,8		13,1		Zmiana ceny: 1m	4,7%
P/CE	10,4	11,4		9,9		7,4		Zmiana ceny: 6m	35,8%
P/BV	1,9	1,8		1,7		1,5		Zmiana ceny: 12m	60,9%
EV/EBITDA	8,3	10,6		9,1		7,3		Max (52 tyg.)	88,8
Dywid (%)	2,0	1,0		1,9		2,8		Min (52 tyg.)	44,8



Akcje Emperii (+4,3%) w styczniu zachowywały się nieco gorzej od porównywalnych spółek z branży FMCG. Spółka będzie publikować wyniki za ostatni kwartał 2009 dopiero 1 marca i do tego czasu trudno oczekiwać jakichś istotnych wydarzeń, które mogłyby wpłynąć na kurs. Zalecamy trzymanie akcji.



Eurocash (Trzymaj)

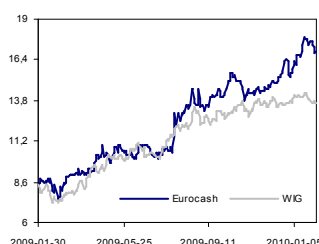
Cena bieżąca: 16,9 PLN Cena docelowa: 9,9 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-06

Podstawowe dane (mIn PLN)

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana		
Przychody	4 729,4	6 121,7	29,4%	6 754,1	10,3%	7 877,6	16,6%	Liczba akcji (mln)	130,4
EBITDA	121,9	158,4	30,0%	183,3	15,7%	205,5	12,1%	MC (cena bieżąca)	2 204,5
marża EBITDA	2,6%	2,6%		2,7%		2,6%		EV (cena bieżąca)	2 061,4
EBIT	85,8	115,5	34,7%	134,6	16,5%	142,1	5,6%	Free float	30,0%
Zysk netto	58,9	78,3	33,0%	98,6	25,9%	117,2	18,9%		
P/E	36,7	28,2		22,4		18,8		Zmiana ceny: 1m	7,0%
P/CE	22,7	18,2		15,0		12,2		Zmiana ceny: 6m	30,5%
P/BV	9,2	7,8		5,8		5,0		Zmiana ceny: 12m	95,4%
EV/EBITDA	17,3	13,4		11,2		9,6		Max (52 tyg.)	17,9
Dywid (%)	1,4	0,5		1,8		2,4		Min (52 tyg.)	7,6



Notowania Eurocash w styczniu wzrosły aż o 10%, mimo braku istotnych wydarzeń fundamentalnych wspierających kurs. Inwestorzy zapewne oczekują dobrych wyników 4Q, aczkolwiek nawet przy realizacji tych prognoz aktualne wskaźniki EV/EBITDA czy P/E trudno będzie uznać za atrakcyjne na tle branży. Podtrzymujemy neutralne zalecenie.

Inne



Mondi (Trzymaj)

Cena bieżąca: 74,5 PLN Cena docelowa: 56 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-03

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 610,4	1 406,3	-12,7%	1 337,6	-4,9%	1 804,0	34,9%	Liczba akcji (mln)	50,0
EBITDA	299,0	305,5	2,2%	211,5	-30,8%	488,8	131,1%	MC (cena bieżąca)	3 725,0
marża EBITDA	18,6%	21,7%		15,8%		27,1%		EV (cena bieżąca)	4 424,9
EBIT	194,7	194,7	0,0%	91,5	-53,0%	295,2	222,5%	Free float	19,0%
Zysk netto	246,2	141,2	-42,6%	63,9	-54,7%	220,4	244,7%		
P/E	15,1	26,4		58,3		16,9		Zmiana ceny: 1m	1,0%
P/CE	10,6	14,8		20,3		9,0		Zmiana ceny: 6m	-12,6%
P/BV	3,8	3,5		3,1		2,7		Zmiana ceny: 12m	32,7%
EV/EBITDA	12,4	13,1		20,9		8,9		Max (52 tyg.)	79,0
Dyid (%)	7,2	0,0		0,0		0,4		Min (52 tyg.)	36,3



Począwszy od 4Q2009 zakładamy, że wyniki na poziomie EBITDA Mondi systematycznie będą się poprawiać, na co wpływ będzie miało uruchomienie nowej maszyny papierniczej (w pierwszej kolejności koszty finansowe i zwiększona amortyzacja) oraz koszty finansowe (dotychczas kapitalizowane). Ceny papieru nadal są w trendzie wzrostowym. Biorąc pod uwagę momentum, w jakim jest światowa gospodarka, szczególnie w kontekście ożywienia w przemyśle, trend ten powinien być podtrzymany w najbliższych miesiącach. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Ceny papieru w styczniu

W styczniu ceny papieru do produkcji tektury falistej rosły, chociaż dynamika wzrostu wyhamowała, szczególnie po uwzględnieniu umocnienia PLN w stosunku do Euro. Średnia miesięczna cena kraftlinera wzrosła w stosunku do średniej za 4Q o 3,8%, testlinera o 5,2% a flutingu o 6,2%. Wzrost cen denominowanych w PLN wynosi odpowiednio: 1,0%, 2,4%, 3,3%.

Pierwszy pełny kwartał nowej maszyny papierniczej

W 4Q średnia cena kraftlinera wyrażona w PLN wzrosła w stosunku do poprzedniego kwartału o 4,7%, testlinera o 16,3% a flutingu o 19,5%. Zgodnie z informacjami ze spółki wolumen produkcji na nowej maszynie papierniczej rośnie szybciej niż pierwotnie oczekiwano. Dzięki temu zakładamy, że łączny wolumen sprzedaży w 4Q wzrośnie o 45% w stosunku do 4Q2008. Skorygować in minus należy dotychczasowe szacunki dotyczące jednostkowego kosztu produkcji na nowej maszynie (pierwotnie 150 Euro/t), co jest związane z wyższymi cenami makulatury oraz umocnieniem PLN w stosunku do Euro (pierwotne szacunki były przygotowywane przy kursie 4,6). W wynikach 4Q pojawi się skokowy wzrost amortyzacji - związany z oddaniem do użytkowania nowej maszyny - oraz wzrost kosztów obsługi zadłużenia finansującego inwestycję.

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michał.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 Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klisczyk@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
michał.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:
ASBIS

rekomendacja	Kupuj	Trzymaj	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2009-08-14	2009-10-16	2009-11-09	2009-12-02
kurs z dnia rekomendacji	2,90	4,70	4,40	3,68
WIG w dniu rekomendacji	34676,38	38626,43	38524,56	39905,57

CYFROWY POLSAT

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2009-05-29	2009-11-03	2009-11-12	2009-12-02
kurs z dnia rekomendacji	14,25	14,26	14,19	13,88
WIG w dniu rekomendacji	29454,42	38290,12	39879,92	39905,57

DOM DEVELOPMENT

rekomendacja	Sprzedaj	Sprzedaj	Zawieszona	Akumuluj	Akumuluj
data wydania	2009-05-06	2009-06-15	2009-09-04	2009-09-28	2009-11-05
kurs z dnia rekomendacji	32,45	38,99	42,70	44,59	44,00
WIG w dniu rekomendacji	29777,06	32362,67	36009,43	38214,58	38148,50

ERBUD

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj	Redukuj	Zawieszona	Akumuluj	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2009-05-06	2009-05-26	2009-06-04	2009-08-05	2009-08-14	2009-09-04	2009-11-04
kurs z dnia rekomendacji	32,00	35,60	44,00	40,49	46,20	49,00	42,90
WIG w dniu rekomendacji	29777,06	29197,11	31030,61	35363,92	35998,12	36009,43	37391,24

cd. ERBUD

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2009-12-02	2009-12-17	2010-01-06
kurs z dnia rekomendacji	51,00	54,00	47,15
WIG w dniu rekomendacji	39905,57	39925,72	41052,00

LW BOGDANKA

rekomendacja	Akumuluj	Trzymaj	Trzymaj	Kupuj
data wydania	2009-07-02	2009-08-05	2009-09-03	2009-12-15
kurs z dnia rekomendacji	60,85	67,55	67,50	70,00
WIG w dniu rekomendacji	30688,73	35363,92	35784,36	39769,97

PKN ORLEN

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2009-06-02	2009-09-16	2009-11-18
kurs z dnia rekomendacji	30,50	27,15	31,97
WIG w dniu rekomendacji	30781,55	35989,98	40723,06

POLICE

rekomendacja	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Redukuj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2009-06-04	2009-08-28	2009-09-04	2009-11-04	2009-12-02	2009-12-14
kurs z dnia rekomendacji	6,99	6,73	6,09	6,30	5,10	5,02
WIG w dniu rekomendacji	31030,61	37837,39	36009,43	37391,24	39905,57	39463,07



POLIMEX MOSTOSTAL

rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Akumuluj	Kupuj	Kupuj	Akumuluj
data wydania	2009-05-06	2009-05-25	2009-08-14	2009-09-04	2009-11-04	2009-11-27	2010-01-06
kurs z dnia rekomendacji	3,88	3,36	3,68	4,11	3,66	3,70	4,00
WIG w dniu rekomendacji	29777,06	29399,62	35998,12	36009,43	37391,24	39275,95	41052,00

RAFAKO

rekomendacja	Kupuj	Zawieszona	Akumuluj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2009-05-14	2009-08-05	2009-08-14	2009-09-04	2009-09-25
kurs z dnia rekomendacji	7,05	10,15	10,20	9,55	9,74
WIG w dniu rekomendacji	29495,23	35363,92	35998,12	36009,43	38353,75

UNIBEP

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj	Trzymaj	Akumuluj	Redukuj	Trzymaj	Kupuj
data wydania	2009-05-06	2009-05-26	2009-08-14	2009-09-04	2009-10-05	2009-11-04	2010-01-06
kurs z dnia rekomendacji	5,87	5,10	5,90	5,75	7,35	6,67	5,58
WIG w dniu rekomendacji	29777,06	29197,11	35998,12	36009,43	37045,62	37391,24	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 - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych**P/BV** - (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję**Dług netto** - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent**Marża EBITDA** - EBITDA / Przychody ze sprzedaży**Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.**

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

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%**AKUMULUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%**TRZYMAJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%**REDUKUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%**SPRZEDAJ** - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku 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, Macrolog, Magellan, Mieszko, Mondy, Nepentes, Optopol, Pemug, Polimex-Mostostal, Torfarm.

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, Energoaparatura, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Intergroclin Auto, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odratrans, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Techmex, Torfarm, Unibep, WSiP, ZA Puławy.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klima, LW Bogdanka, PGE.

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

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