

6 maja 2009

Opracowanie cykliczne

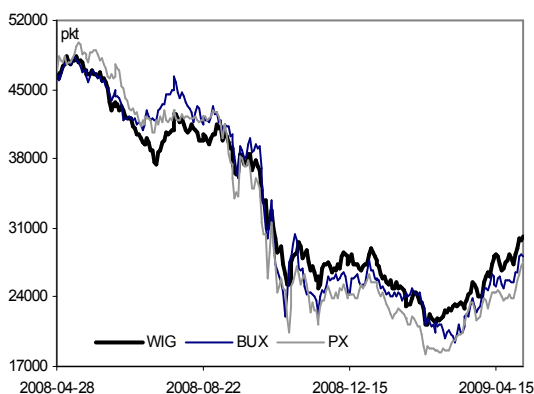

**Rynek akcji**  
**Makroekonomia**

# Przegląd miesięczny

## Maj 2009

<b>WIG</b>	<b>29 777</b>
Średnie P/E 2009	12,0
Średnie P/E 2010	12,7
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	1 194 mln PLN

### WIG na tle indeksów w regionie



#### Zespół Analiz:

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

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

Kamil Kliszcz  
 (+48 22) 697 47 06  
 kamil.klischcz@dibre.com.pl

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

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

**Komentarz makroekonomiczny**  
 Makroekonomiści BRE Banku

### Rynek akcji

Podtrzymujemy opinię, że WIG20 do połowy roku osiągnie poziom 2000 pkt. W naszej opinii przed nami jeszcze „szalona” fala wzrostowa, po której rynek wejdzie w korektę spadkową (przełom maja/czerwca, powód: po lepszych wskazaniach z okresu marzec/maj pojawią się rosnące oczekiwania makro, które nie zostaną zaspokojone). Uważamy jednak, że korekta nie sprowadzi indeksów w okolice z marca (jak w 2003/1975 dla S&P500), ale będzie miała charakter korekty płaskiej (jak w 1995 dla WIG20, indeks w przedziale 1750-2100).

### Ze spółek

**Banki.** Od czasu publikacji ostatniej miesięcznicy indeks WIG Banki zwyżkował o 41%, czego motorem były duże banki (szczególnie Pekao +47%, duży udział w indeksie). Pogarszające się otoczenie ma przełożenie na wyniki banków (prognoza wyników 1Q09, -57% R/R, -66% w 2009). Silny wzrost NPL, szczególnie wśród korporacji nie pozwala na razie na bardziej optymistyczne podejście do oceny tegorocznych wyników. Obniżamy zalecenia dla banków. Wciąż pozytywnie patrzymy na większe banki przeważając je kosztem mniejszych.

**Rafineryjno-gazowy.** W związku z obawami o słaby 1Q'09 kurs Lotosu w maju, podobnie jak w kwietniu, może zachowywać się gorzej od indeksu WIG20. Zaległości powinien nadrobić Orlen, gdyż straty w 1Q są już przez rynek zdyskontowane, a podpisana umowa z bankami zneutralizowała główne ryzyko inwestycyjne. Po ostatnich wzrostach obniżamy rekomendację dla PGNiG do redukcji.

**Telekomunikacja.** Negatywne zaskoczenie związane z wynikami za 1Q2009 jest już naszym zdaniem w cenie akcji TP. Prawdopodobieństwo, że spółka nie będzie wypłacała co najmniej 2 mld PLN dywidendy (z buy-back) jest bardzo niskie, co ogranicza dalszy potencjał spadkowy kursu.

**Media.** Wyniki kwartalne powinny wspierać notowania Cyfrowego Polsatu i TVN. W Agorze słabsze wyniki uważamy za wliczone już w bieżącą cenę, co powinno objawiać się zwyżką notowań.

**Informatyczne.** Notowania majowe będą pod dużym wpływem wyników kwartalnych. Przewidujemy, że dobre rezultaty AB i Action wpłyną na wzrosty kursów. W przypadku Asbisu i Komputronika słabsze wyniki mogą wpłynąć na krótkoterminową korektę związaną z realizacją zysków.

**Metale.** Zgodnie z sezonowością do czerwca zapasy miedzi powinny dalej obniżyć się, co będzie pomagało notowaniom na LME. Inwestorzy mogą spekulować nt. wysokości dywidendy jaką spółka zapłaci za 2008 rok. To będzie wspierać kurs KGHM.

**Budownictwo.** Wyniki Q1 2009 będą pod presją warunków pogodowych. Preferujemy spółki działające w segmencie infrastrukturalnym i segmentach specjalistycznych, o atrakcyjnej wycenie (Mostostal Warszawa, Rafako, Trakcja Polska).

**Deweloperzy.** Nie spodziewamy się trwałej poprawy koniunktury na rynku deweloperskim w najbliższych miesiącach. Wyniki przedsprzedaży będą rosły, ale kosztem obniżki cen mieszkań. Nadal widzimy potencjał do wzrostu wyceny akcji Polnordu.

**Handel.** Publikacja słabych wyników kwartalnych może stanowić dobrą okazję inwestycyjną do zakupu akcji Emperii. Po ostatnich wzrostach zamykamy natomiast rekomendację akumuluj dla Eurocash.

**Rekomendacje.** W raporcie miesięcznym obniżamy zalecenie inwestycyjne dla spółek: BZWBK (Akumuluj), Ciech (Trzymaj), Dom Development (Sprzedaj), Elektrobudowa (Akumuluj), Erbud (Trzymaj), Eurocash (Trzymaj), Handlowy (Sprzedaj), ING BSK (Trzymaj), J.W. Construction (Trzymaj), Millennium (Sprzedaj), Pekao (Akumuluj), PGNiG (Redukuj), PKO BP (Akumuluj), Polimex Mostostal (Trzymaj), Polnord (Akumuluj), Unibep (Trzymaj).

## Spis treści

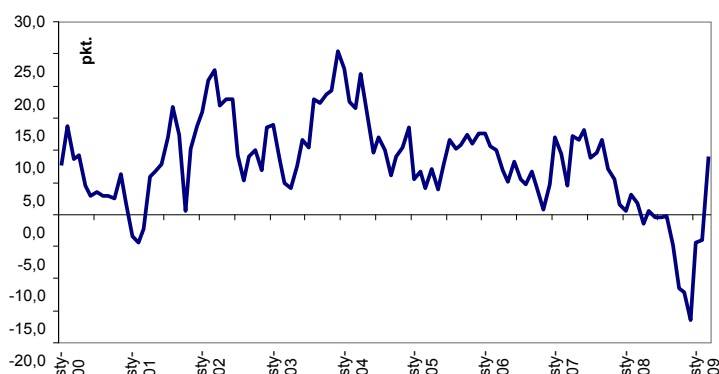
1. Rynek akcji .....	3
2. Makroekonomia .....	5
3. Aktualne rekomendacje DI BRE .....	7
4. Statystyki rekomendacji .....	8
5. Sektor finansowy .....	9
5.1. BZ WBK .....	18
5.2. Handlowy .....	20
5.3. ING BSK .....	21
5.4. Kredyt Bank .....	23
5.5. Millennium .....	24
5.6. Pekao .....	26
5.7. PKO BP .....	27
6. Sektor rafineryjno-gazowy i chemiczny .....	30
6.1. Ciech .....	31
6.2. Lotos .....	32
6.3. PGNiG .....	34
6.4. PKN Orlen .....	36
6.5. Police .....	39
6.6. ZA Puławy .....	41
7. Telekomunikacja .....	42
7.1. Netia .....	43
7.2. TP SA .....	44
8. Media .....	45
8.1. Agora .....	46
8.2. Cyfrowy Polsat .....	47
8.3. TVN .....	48
8.4. WSiP .....	50
9. Sektor IT .....	51
9.1. AB .....	53
9.2. Action .....	54
9.3. ASBIS .....	54
9.4. Komputronik .....	55
10. Metale .....	56
10.1. Kęty .....	56
10.2. KGHM .....	57
11. Budownictwo .....	58
11.1. Budimex .....	62
11.2. Elektrobudowa .....	63
11.3. Erbud .....	64
11.4. Mostostal Warszawa .....	65
11.5. PBG .....	66
11.6. Polimex Mostostal .....	68
11.7. Rafako .....	69
11.8. Trakcja Polska .....	70
11.9. Ulma Construcccion Polska .....	72
11.10. Unibep .....	73
12. Deweloperzy .....	74
12.1. Dom Development .....	77
12.2. J.W.Construction .....	78
12.3. Polnord .....	79
13. Handel .....	81
13.1. Emperia Holding .....	81
13.2. Eurocash .....	81
14. Inne sektory .....	82
14.1. Mondi .....	82

## Rynek akcji

Kwiecień był kolejnym miesiącem dynamicznego wzrostu indeksów giełdowych na większości światowych giełd. Sceptycy w dalszym ciągu przepowiadają - już nie spadek cen akcji na „nowe dna”, ale przynajmniej głęboką korektę ostatnich wzrostów – analogicznie do dna bessy w 2003 roku, a wcześniej w 1975, gdzie w obu przypadkach po pierwszej dynamicznej fali wzrostowej (+50%), indeksy zniżkowały prawie do poziomu sprzed jej rozpoczęcia. Bezpośrednim powodem spadku miały być słabe wyniki za 1Q2009, które jednak zarówno w USA jak i w Polsce raczej zaskakują pozytywnie (+5/10% w stosunku do oczekiwań analityków). Dodatkowo informacje płynące ze wskaźników wyprzedzających i rynku nieruchomości w USA wskazują, że najgorsze momentum – przynajmniej w obecnej fazie kryzysu – mamy za sobą. Kolejne miesiące powinny przynieść dalszą poprawę ISM i PMI, które zaczną przekładać się tym razem na dane o produkcji przemysłowej, po tym jak przedsiębiorstwa „wyczyściły” zapasy wyrobów gotowych. Na obecną chwilę oczywiście nadal nie wiadomo czy mamy do czynienia z trwałą poprawą sytuacji gospodarczej i wejściem w kolejny cykl wzrostowy czy jedynie odreagowaniem bardzo dynamicznej fazy kryzysu. Tym niemniej publikowane dane makroekonomiczne powinny być lepsze od nadal niskich oczekiwań makroekonomistów, a to wystarczający powód do utrzymania trendu wzrostowego na rynku akcji. Podtrzymujemy opinię, że WIG20 do połowy roku osiągnie poziom 2000 pkt. W naszej opinii przed nami jeszcze „szalona” fala wzrostowa, po której rynek wejdzie w korektę spadkową (spekulacja: naszym zdaniem przełom maja/czerwca, powód: po lepszych wskazaniach z okresu marzec/maj pojawią się rosnące oczekiwania makro, które nie zostaną zaspokojone). Uważamy jednak, że korekta nie sprowadzi indeksów w okolice z marca (jak w 2003/1975 dla S&P500), ale będzie miała charakter korekty płaskiej (jak w 1995 dla WIG20, indeks w przedziale 1750-2100). Nasz pozytywny obraz rynku zmienimy jeżeli wskaźniki wyprzedzające w miesiącach letnich nie będą wskazywały, wyraźniejszego ożywienia światowej gospodarki na 4Q2009. Oznacza to, że podtrzymujemy tezy zawarte w „Strategii dla rynku akcji na 2009” ze stycznia br.

Nasz optymizm w dalszym ciągu opieramy na danych płynących ze wskaźników wyprzedzających (ISM, PMI) dla USA i UE, które również w kwietniu zaskoczyły inwestorów pozytywnie. Wprawdzie ISM i PMI - zarówno dla usług jak i przemysłu - nadal notują poziomy charakterystyczny dla recesji (ISM przemysł 40,1; PMI Euroland przemysł 36,8, PMI Polska przemysł 42,1), ale powoli zmiernają do poziomów, od których gospodarka zaczyna rosnąć. Podobne wnioski pokazuje niemiecki ZEW. Takie wskazania powinny pojawić się w drugim półroczu br. Da to inwestorom nadzieję na wyjście gospodarki z kryzysu typu V. Czy inwestorzy są w błędzie i czeka nas jeszcze słaby 2010 (typ W) okaże się w wakacje. Pozytywne sygnały płyną również z rynku nieruchomości w USA, gdzie liczba sprzedanych nowych domów i liczba podpisanych umów wyraźnie się stabilizuje. Daje to szansę na ustabilizowanie się cen nieruchomości, bardzo ważnego czynnika z punktu widzenia amerykańskich banków.

### Różnica indeksów ISM: nowych zamówień i zapasów



Źródło: BRE Bank SA

W polskich realiach kwietniowy Wskaźnik Wyprzedzający Koniunktury (WWK) publikowany przez BIEC po raz trzeci w tym roku wzrósł. Składowe indeksy świadczą o silnych procesach dostosowawczych, które podjęły przedsiębiorstwa w warunkach recesji. Pozytywnym sygnałem jest napływ nowych zamówień w przedsiębiorstwach produkcyjnych, co jest odwróceniem wielomiesięcznej tendencji spadkowej. W przypadku zamówień eksportowych przedsiębiorstwa odnotowały nawet niewielki ich wzrost, co jest efektem m.in. wzrostu

konkurencyjności polskich produktów po osłabieniu się PLN w stosunku do Euro. Wskazania te potwierdzają dane GUS nt. poziomu zapasów wyrobów gotowych w przedsiębiorstwach, które szybko spadają od początku roku. Przedsiębiorstwa realizują zamówienia „czyszcząc” magazyny, co na razie nie ma przełożenia na poziom produkcji przemysłowej. Utrzymanie się popytu wewnętrznego i zewnętrznego nawet na obecnie niskich poziomach przy coraz bardziej ograniczonej podaży „magazynowej”, w perspektywie najbliższych miesięcy powinno zacząć przekładać się na bieżącą produkcję. Problemem przedsiębiorstw pozostają rosnące koszty produkcji, które w znaczącej części są od nich niezależne, tj. ceny energii i gazu oraz ceny importu zaopatrzeniowego, a także niska dostępność kredytu dla przedsiębiorstw.

W dalszym ciągu publikowane są pesymistyczne prognozy makroekonomiczne, zarówno dla Polski jak i Strefy Euro. Wg. Komisji Europejskiej w 2009 roku PKB UE zmniejszy się o 4% w tym Polski o 1,4%. Sytuacja niewiele poprawi się w 2010, kiedy PKB Polski ma wzrosnąć o zaledwie 0,6%, a UE spaść o 0,1%. W naszej opinii istotne są tu dwie kwestie. Raport pozwala ocenić perspektywy poszczególnych krajów regionu, a tu pomimo prognozowanego spadku PKB w Polsce, nasz kraj na tle innych w regionie CEE czy całej UE pod względem wzrostu gospodarczego prezentuje się bardzo dobrze (Węgry -6,3%, Czechy -2,7%, kraje nadbałtyckie spadek powyżej -10%, Słowacja -2,6%). Słabym punktem Polski pozostaje wysoki deficyt budżetowy szacowany na koniec roku na poziomie 6,6% PKB. Drugi wniosek to: prognoza KE wydaje się być zdecydowanie zbyt sceptyczna, bo musiałaby oznaczać, że w Polsce w 2H PKB kurczy się o ponad 4%, co biorąc pod uwagę bazę porównawczą i informacje płynące z przedsiębiorstw jest mało realne (musiałby wystąpić kolejny silny impuls kryzysu). Oznacza to, że z perspektywy inwestorów zagranicznych (nawet jeżeli prognozy dla innych krajów są również zbyt pesymistyczne) Polska pozostaje atrakcyjnym rynkiem. Ostatnie tygodnie rozwiewają również szereg ryzyk podnoszonych przez zagraniczne banki inwestycyjne w „szczyście bessy”: problem z finansowaniem długu zewnętrznego Polski (pożyczka z MFW, sprzedaż kolejnych transz papierów dłużnych), narastający deficyt C/A (skurczy się na koniec roku poniżej 3% PKB), niezdolność finansowania się banków (dotychczas lepsze od oczekiwań wyniki za 1Q, umacniający się PLN obniża ryzyko).

## Prognozy Komisji Europejskiej dla krajów UE

	Cypr	Grecja	Malta	Polska	Bulgaria	Słow.	Czechy	Francja	Luks.	Hiszp.	Dania	Słowen.	Belgia	Hol.
Wzrost PKB	0,3%	-0,9%	-0,9%	<b>-1,4%</b>	-1,6%	-2,6%	-2,7%	-3,0%	-3,0%	-3,2%	-3,3%	-3,4%	-3,5%	-3,5%
Deficyt finansów publicznych / PKB	1,9%	5,1%	3,6%	<b>6,6%</b>	0,5%	4,7%	4,3%	6,6%	1,5%	8,6%	1,5%	5,5%	4,5%	3,4%
	Portu.	WB	Szwecja	Rum.	Austria	Włochy	Finland.	Niemcy	Węgry	Irlandia	Estonia	Litwa	Łotwa	
Wzrost PKB	-3,7%	-3,8%	-4,0%	-4,0%	-4,0%	-4,4%	-4,7%	-5,4%	-6,3%	-9,0%	-10,3%	-11,0%	-13,1%	
Deficyt finansów publicznych / PKB	6,5%	11,5%	2,6%	5,1%	4,2%	4,5%	0,8%	3,9%	3,4%	12,0%	3,0%	5,4%	11,1%	

Źródło: KE

Pozytywne informacje płyną również z akcyjnych funduszy inwestycyjnych (TFI), które wg. *Analizy on-line* już marcu notowały napływ kapitału (netto +120 mln PLN). Pozytywne tendencje utrzymują się również w kwietniu. Dotychczas zakładaliśmy, że klienci zaczną nabywać jednostki uczestnictwa dopiero, kiedy fundusze zaprezentują dodatnią roczną stopę zwrotu.

Podtrzymujemy również nasze rekomendacje sektorowe: przeważają banki (BZWBK, PKO BP) i spółki surowcowe (PKN, KGHM), niedoważają spółki defensywne (PGNiG). Atrakcyjną inwestycją wydaje się nam również TVN. Dużym zaskoczeniem jest dla nas skala wzrostu spółek małych i średnich, bardzo często bez jakichkolwiek przesłanek fundamentalnych. Wyniki raportowane w kolejnych miesiącach powinny odsiać jednak „plewy od ziarna” (dobry okres do „uporządkowania portfela” i sprzedaży spółek, przed którymi nadal problemy lub spółek, które mogą ucierpieć w przypadku realizacji scenariusza W dla gospodarki).

## Makroekonomia

### Sprzedaż detaliczna

W marcu sprzedaż detaliczna spadła o 0,8% r/r (w lutym zanotowano 1,6% spadek r/r). Na spadek wskaźnika złożyły się ujemne dynamiki sprzedaży samochodów (-10,5% r/r) oraz spadek w kategorii żywność, napoje i tytoń (-3,5% r/r). Ta ostatnia kategoria prawdopodobnie odzwierciedla efekt przesunięcia świąt wielkanocnych względem 2008 roku. Na rozminięciu naszej prognozy (-3,0% r/r) z realizacją zaważyła wyższa dynamika w bardzo wolatylnej kategorii „pozostałe” (+6,8% r/r wobec -7,5% r/r zanotowanych w lutym). Marzec był kolejnym miesiącem, w którym zaobserwowano spadek dynamiki sprzedaży dóbr trwałych (meble, AGD i RTV). Kategoria ta w dużym stopniu odzwierciedla pogorszenie optymizmu konsumenta. Uważamy, że trend wynikający również z gorszych perspektyw co do przyszłego dochodu gosp. domowych utrzyma się przez kolejne kwartały, czego wynikiem będzie spadek dynamiki spożycia indywidualnego do poziomu 1-2% r/r. Pogorszenie popytu konsumpcyjnego uderzy w dochody budżetowe, których ubytek względem planu szacujemy na ponad 20 mld PLN. W połączeniu z nienajlepszym stanem finansów samorządów może to przełożyć się na wzrost deficytu finansów publicznych do ponad 4,5% w roku 2009.

### Produkcja przemysłowa

W marcu produkcja sprzedana przemysłu spadła o 2% r/r (konsensus prognoz wskazywał na co najmniej 6% r/r spadek) wobec 14,3% r/r spadku zanotowanego w lutym. W ujęciu miesięcznym produkcja wzrosła o ponad 15%. Na lepszy niż oczekiwano odczyt produkcji złożyły się naszym zdaniem następujące czynniki: przesunięcie świąt wielkanocnych względem poprzedniego roku, większa liczba dni roboczych (po odsezonowaniu produkcja spadła o 10,8% r/r) i czynniki o charakterze jednorazowym, takie jak popyt na samochody związany z niemieckim pakietem pomocowym dla przemysłu motoryzacyjnego. Imponujące wzrosty w ujęciu miesięcznym (17,8% wzrosła produkcja w przetwórstwie przemysłowym) w dużym stopniu mogą być związane z odreagowaniem bardzo gwałtownych spadków z początku roku obejmujących przede wszystkim produkcję dóbr kapitałowych (a więc produkcję maszyn i urządzeń, sprzętu transportowego itd.). Nie wydaje nam się, aby dane zwiastować miały jednak odwrócenie trendu spadkowego w gospodarce. W wielu sektorach mamy wciąż do czynienia z wyraźnym przeinwestowaniem i nie należy spodziewać się dna cyklu przed II połową 2009. Wydaje nam się również, że dopiero w kolejnych kwartałach wyraźniej zaznaczy się pozytywny wpływ osłabienia złotego na sferę podażową gospodarki. Co do perspektyw kilkumiesięcznych oczekujemy dalszych dwucyfrowych spadków produkcji w kolejnych miesiącach (pozytywne efekty bazowe z marca działają w kwietniu dokładnie w odwrotnym kierunku).

### Rynek pracy

W marcu dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw wzrosła do 5,7% r/r z 5,1% zanotowanych w lutym. Wynik ten nieco odbiega od spadkowego trendu obserwowanego w poprzednich miesiącach. Powodem tego odchylenia są prawdopodobnie krótkookresowe zmiany w aktywności ekonomicznej, w tym odreagowanie w przemyśle po gwałtownym spadku produkcji w styczniu i lutym (stad wydaje się, że również w statystyce płacowej odzwierciedlenie swe znaleźć mogła większa liczba przepracowanych godzin). Oczekujemy jednak, że dynamika wynagrodzeń będzie się obniżała w kolejnych miesiącach, nawet do poziomów zbliżonych do 2-3% r/r. Niższa dynamika wynagrodzeń w stosunkowo niedługim okresie będzie oddziaływała w stronę spadku inflacji na usługach i praktycznie zwolni Radę Polityki Pieniężnej z konieczności monitorowania presji cenowej wywodzącej się z rynku pracy. Nadal wydaje się nam, że uwaga RPP przesunięta będzie w stronę odczytów produkcji i sprzedaży detalicznej. Dynamika zatrudnienia w lutym okazała się zgodna z oczekiwaniami: spadek w liczbach bezwzględnych o 26,4 tys., który przekłada się na roczną dynamikę rzędu -0,9%. Należy się spodziewać zwiększenia miesięcznej dynamiki zwolnień co będzie się przekładało na coraz gorsze odczyty danych w stosunku rocznym. Perspektywy na rynku pracy pozostają niekorzystne - wysoki poziom kosztów osobowych w dalszym ciągu wymusza będzie restrukturyzację i optymalizację zatrudnienia. Wśród poszczególnych sekcji spodziewamy się zwiększenia cięć zatrudnienia w branżach związanych ze spożyciem indywidualnym oraz budownictwem.

### Inflacja

W marcu roczny wskaźnik inflacji wzrósł do 3,6% z 3,3% zanotowanych w lutym. W ujęciu miesięcznym ceny konsumenta wzrosły o 0,7% (w lutym wzrosły o 0,9%). Wyższa inflacja tym razem wygenerowana została jednak głównie przez wzrost cen żywności (1,9% m/m) spowodowany miedzy innymi niedoborem cukru w granicach UE, a także niską podażą wieprzowiny na rynku krajowym, co wywołało zaburzenie sezonowego wzorca. Istotne wzrosty cen zanotowano również w kategorii użytkowanie mieszkania 0,5% m/m oraz restauracje i hotele. Obniżyły się ceny energii i łączności. Szacujemy, że roczny wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii ustabilizował się na poziomie z lutego (2,4%).



Oczekujemy, że wskaźnik ten w kolejnych miesiącach powinien się jednak stopniowo obniżać. Inflacja CPI przez najbliższe miesiące pozostanie z kolei prawdopodobnie na podwyższonym poziomie (w kwietniu utrzyma się w pobliżu marcowego poziomu), na co znaczny wpływ mogą mieć właśnie ceny żywności (wydaje nam się, że na części subkategorii żywności można zaobserwować trend rosnący). Umocnienie złotego, dalszy spadek presji popytowej oraz stagnacja płac powinny skutkować spadkiem inflacji pod koniec 2009 roku (do poziomu 2,0-2,6% r/r).

### **Deficyt budżetowy**

Po 3 miesiącach 2009 roku deficyt budżetowy osiągnął poziom 10,6 mld PLN, czyli 58,3% wielkości planowanej na cały 2009 rok (wynik okazał się jednak nieco lepszy niż wartość podana przy okazji ujawnienia harmonogramu realizacji deficytu). Dochody budżetu osiągnęły poziom 66,3 mld PLN (wzrost o 7% w porównaniu do roku 2008), czyli 21,9% planu. Wydatki wzrosły do 76,9 mld PLN (wzrost o ponad 22% w porównaniu do analogicznego okresu 2008 roku), czyli 24,0% planu. Należy podkreślić, że wpływy z tytułu podatków pośrednich po raz kolejny rozczarowały wynosząc zaledwie 7,85 mld PLN wobec ponad 10 mld PLN osiągniętych w marcu 2008 roku. Zaledwie o 200 mln PLN wyższe okazały się skumulowane wpływy z tytułu podatku od osób fizycznych w porównaniu z okresem styczeń - marzec 2008. Od początku 2009 roku przyrost niepodlegających zwrotowi środków z UE okazał się znacznie szybszy niż w roku 2008. Po trzech miesiącach środki te wynoszą już ponad 17% planu. Po stronie wydatkowej budżetu w oczy rzuca się przyspieszona wypłata subwencji dla FUS, co było głównym powodem wzrostu dynamiki wydatków w odniesieniu do roku poprzedniego. Przy okazji publikacji szczegółów wykonania budżetu agencje podały informacje, że MinFin rozważa zwiększenie deficytu budżetowego z zaplanowanych 18,2 do około 21 mld PLN. Poprawka taka byłaby właściwie kosmetyczną zmianą i prawdopodobnie wynikałaby z obaw przed negatywną reakcją rynku. Oceniamy, że ubytek dochodów budżetu może wynieść około 20 mld PLN wobec planu (niższy wzrost konsumpcji, spadek zatrudnienia i stagnacja płac). Nawet przy uwzględnieniu faktu, że 10 mld PLN wydatków zostało wyjętych z budżetu centralnego, rząd nie uniknie więc konieczności głębszej rewizji założonego deficytu. Jak do tej pory strategia rządowa: kupowania czasu, elastycznych podaży obligacji dopasowanych do sytuacji na rynkach globalnych i zmniejszania ryzyka kraju (wystąpienie o FCL z IMF) wydaje się odnosić sukces. Również kwestia umiejętnego komunikowania wzrostu deficytu budżetowego wpisuje się w tę strategię. Uważamy, że w III-IV kw. 2009 roku sytuacja na rynkach światowych może ulec dalszej normalizacji, a ze względu na przyzwoite fundamenty i brak ryzyka niewypłacalności polskie papiery (pomimo ich dużo większej podaży) przyciągać będą inwestorów zagranicznych.

### **Rachunek obrotów bieżących**

W lutym zanotowano nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących w wysokości 525 mln euro (jeszcze w styczniu deficyt wyniósł ponad 1 mld euro). Na nadwyżkę w rachunku obrotów złożyły się: dodatnie saldo transferów bieżących (965 mln euro, co głównie wynikało z kumulacji wpływów z UE) i usług (258 mln EUR, co wynikało z osłabnięcia popytu na usługi zagraniczne) oraz ujemne saldo dochodów (556 mln EUR) i obrotów towarowych (142 mln EUR). Okazuje się, że osłabienie złotego i odpowiednie pogorszenie opłacalności importu (spadek o ponad 33% r/r) bardzo szybko zaczęło oddziaływać w kierunku równoważenia rachunku obrotów bieżących, a co za tym idzie w stronę poprawy wskaźników kryzysowych (typowy zestaw, zgodnie z metodologią MFW). Wydaje się, że maleje również ryzyko niesfinansowania pozycji zagranicznej polskich podmiotów. Uważamy, że trend na składowych rachunku obrotów bieżących (poprawa bilansu handlowego, usług i dochodów) powinien utrzymać się w kolejnych miesiącach. Na koniec roku saldo obrotów bieżących do PKB powinno spaść do poniżej 3%, nie będą miały zatem miejsca mechanizmy, które zazwyczaj towarzyszą kryzysom finansowym w emerging markets. Dane powinny być widziane jako kolejna przesłanka za zmniejszaniem się ryzyka Polski jako kraju, co z kolei okazać się powinno pozytywne dla polskich papierów skarbowych. Spadek popytu (konsumpcyjnego i inwestycyjnego) w polskiej gospodarce oznaczać jednak może, że dalszemu pogorszeniu podlegać będą wyniki finansowe polskich przedsiębiorstw.

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

<b>Spółka</b>	<b>Rekomendacja</b>	<b>Cena docelowa</b>	<b>Data wydania</b>
AB	Kupuj	10,31	2009-04-30
ACTION	Kupuj	12,30	2009-04-30
AGORA	Kupuj	35,60	2008-11-14
ASBIS	Kupuj	2,16	2009-04-30
BUDIMEX	Trzymaj	69,10	2009-04-02
BZWBK	Akumuluj	101,80	2009-05-06
CIECH	Trzymaj	30,20	2009-05-06
CYFROWY POLSAT	Kupuj	15,90	2009-03-26
DOM DEVELOPMENT	Sprzedaj	21,90	2009-05-06
ELEKTROBUDOWA	Akumuluj	166,50	2009-05-06
EMPERIA HOLDING	Kupuj	70,30	2008-11-28
ERBUD	Trzymaj	26,70	2009-05-06
EUROCASH	Trzymaj	9,90	2009-05-06
HANDLOWY	Sprzedaj	36,90	2009-05-06
ING BSK	Trzymaj	273,30	2009-05-06
J.W. CONSTRUCTION	Trzymaj	10,30	2009-05-06
KĘTY	Kupuj	109,40	2008-08-04
KGHM	Akumuluj	49,20	2009-04-02
KOMPUTRONIK	Trzymaj	10,97	2009-04-30
KREDYT BANK	Sprzedaj	4,10	2009-03-05
LOTOS	Kupuj	26,70	2009-03-09
MILLENNIUM	Sprzedaj	1,70	2009-05-06
MONDI	Trzymaj	54,20	2009-04-02
MOSTOSTAL WARSZAWA	Kupuj	63,60	2009-03-04
NETIA	Kupuj	3,80	2008-11-14
NOBLE BANK	Zawieszona		2009-01-29
PBG	Trzymaj	195,60	2009-03-09
PEKAO	Akumuluj	129,90	2009-05-06
PGNiG	Redukuj	3,56	2009-05-06
PKN ORLEN	Kupuj	40,20	2009-02-27
PKO BP	Akumuluj	29,60	2009-05-06
POLICE	Trzymaj	6,20	2009-03-16
POLIMEX MOSTOSTAL	Trzymaj	3,60	2009-05-06
POLNORD	Akumuluj	35,00	2009-05-06
RAFAKO	Akumuluj	7,70	2009-04-08
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Akumuluj	20,30	2009-04-30
TRAKCJA POLSKA	Kupuj	6,00	2009-03-17
TVN	Kupuj	11,90	2009-02-04
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	Trzymaj	30,00	2009-03-05
UNIBEP	Trzymaj	4,90	2009-05-06
WSiP	Kupuj	18,90	2008-12-09
ZA PUŁAWY	Trzymaj	65,50	2009-04-02

### Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
AB	Kupuj	Trzymaj	10,31	2009-04-30
ACTION	Kupuj	Akumuluj	12,30	2009-04-30
ASBIS	Kupuj	Trzymaj	2,16	2009-04-30
BZWBK	Kupuj	Kupuj	101,80	2009-04-07
CIECH	Kupuj	Trzymaj	30,20	2009-04-16
KOMPUTRONIK	Trzymaj	Akumuluj	10,97	2009-04-30
RAFAKO	Akumuluj	Akumuluj	7,70	2009-04-08
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Akumuluj	Trzymaj	20,30	2009-04-30

### Zmiany rekomendacji w Przeglądzie Miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
BZWBK	Akumuluj	Kupuj	101,80	2008-05-06
CIECH	Trzymaj	Kupuj	30,20	2008-05-06
DOM DEVELOPMENT	Sprzedaj	Trzymaj	21,90	2008-05-06
ELEKTROBUDOWA	Akumuluj	Kupuj	166,50	2008-05-06
ERBUD	Trzymaj	Kupuj	26,70	2008-05-06
EUROCASH	Trzymaj	Akumuluj	9,90	2008-05-06
HANDLOWY	Sprzedaj	Trzymaj	36,90	2008-05-06
ING BSK	Trzymaj	Kupuj	273,30	2008-05-06
J.W. CONSTRUCTION	Trzymaj	Kupuj	10,30	2008-05-06
MILLENNIUM	Sprzedaj	Trzymaj	1,70	2008-05-06
PEKAO	Akumuluj	Kupuj	129,90	2008-05-06
PGNiG	Redukuj	Trzymaj	3,56	2008-05-06
PKO BP	Akumuluj	Kupuj	29,60	2008-05-06
POLIMEX MOSTOSTAL	Trzymaj	Kupuj	3,60	2008-05-06
POLNORD	Akumuluj	Kupuj	35,00	2008-05-06
UNIBEP	Trzymaj	Kupuj	4,90	2008-05-06

### Statystyka rekomendacji

Statystyka	Wszystkie					Dla emitentów związanych z DI BRE Bankiem S.A.				
	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
liczba	4	1	14	8	14	0	1	4	3	2
procent	9.8%	2.4%	34.1%	19.5%	34.1%	0.0%	10.0%	40.0%	30.0%	20.0%



## Sektor finansowy

### Pengab wzrósł o 4,7 pkt m/m do 16,1 pkt w kwietniu

Wskaźnik koniunktury bankowej Pengab wzrósł w kwietniu o 4,7 pkt m/m do 16,1 pkt, wynika z "Monitora Bankowego" opublikowanego w kwietniu przez firmę badawczą Pentor. Rok temu wskaźnik Pengab wynosił 42,1 pkt. Skumulowany wskaźnik ocen wyniósł w kwietniu 9,7 pkt i był wyższy o 0,4 pkt wobec marca, natomiast skumulowany wskaźnik prognoz wzrósł o 8,9 pkt do 22,5 pkt. Nastąpiło spodziewane obniżenie aktywności depozytowej, zwłaszcza w obszarze depozytów złotych. W przyszłości oczekuje się pewnej poprawy koniunktury w zakresie depozytów złotych oraz walutowych, zarówno terminowych, jak i bieżących. Zdecydowanie wzrosło zainteresowanie kredytami złotowymi. Przewiduje się, że trend wzrostowy w tym obszarze utrzyma się. Ożywienie obserwuje się również na rynku kredytów dla osób prywatnych (zarówno konsumenckich, jak i mieszkaniowych). Niewielką poprawę obserwuje się również w obszarze oceny liczby kredytów dla przedsiębiorstw. Prognozy w tym obszarze są również bardziej optymistyczne niż w ostatnich czterech miesiącach. Bankowcy nie oczekują jednak większych zmian w cenach kredytów, podał także Pentor. Zainteresowanie podmiotów przeniosło się z obligacji na akcje i jednostki TFI i w przyszłości ten stan ma się utrwalić. Spodziewane odbicie na indeksie, który w marcu odnotował jedno z najniższych odczytów w historii (11,4 pkt, vs. minimalny odczyt na poziomie 9,7 pkt.). Od 2005 roku co roku w kwietniu Pengab rośnie. Pozytywnie oceniamy wzrost składowej dotyczącej prognoz.

### Wynik sektora bankowego

Zysk netto sektora sięgnął na koniec lutego około 1,69 mld PLN i stanowił 55% zarobku banków w okresie styczeń – luty 2008. BFG oczekuje, że zyski sektora spadną o połowę. Jednocześnie podkreślono, że mimo znacznego spadku zysków sektora, banki dalej są rentowne, a sytuacja w sektorze jest stabilna. BFG nie widzi również zagrożeń w systemie.

### KNF o stratach banków notowanych na GPW w 1Q09

K. Broda, zastępca dyrektora pionu nadzoru bankowego w KNF powiedział, że wśród giełdowych banków w 1Q09 pojawiły się pojedyncze straty netto. Według niego żaden z banków nie miał problemów z utrzymaniem współczynnika wypłacalności powyżej 8%. Pierwszym bankiem, który podał stratę netto w 1Q09 był BPH. BRE Bank i Noble Bank osiągnęły w tym okresie zyski. Czekamy na kolejne publikacje wyników. Uważamy, że skoro KNF odnosił się do „kilku banków”, to realne zagrożenie stratą netto występuje również w Kredyt Banku. Zagrożeniem dla naszej prognozy zysku netto na 1Q09 na poziomie 4 mln PLN (-95% R/R) jest rosnący koszt finansowania, ale przede wszystkim potencjał do zawiązania wysokich rezerw na należności kredytowe. Skoro jednak żaden z banków nie miał problemów z utrzymaniem wskaźników na poziomie 8%, to straty nie mogły być znaczne.

### Wolumeny w sektorze

Portfel kredytów wzrósł na koniec marca do poziomu 674 mld PLN z poziomu 670 mld PLN w marcu. Portfel kredytów wzrósł o 35% R/R i 6% Q/Q. Gospodarstwa domowe zwiększyły zadłużenie do poziomu 398,5 mld PLN (+43,5% R/R, 7% Q/Q), podczas gdy portfel kredytów przedsiębiorstw zwiększył się do poziomu 236 mld PLN (+25% R/R, 5% Q/Q). Jednocześnie portfel depozytów wzrósł do poziomu 592,4 mld PLN (+20% R/R i 3% Q/Q), dzięki ciągle dynamicznemu przyrostowi oszczędności gospodarstw domowych (356 mld PLN, +25% R/R, +7% Q/Q) i widocznym osłabieniu wzrostów w depozytach przedsiębiorstw (145 mld PLN, +8% R/R, -4% Q/Q). Relacja kredyty/depozyty sięgnęła 114% i nie zmieniła się w relacji do końca lutego'09 (składowe składniki w segmentach: gospodarstwa domowe: 112%, przedsiębiorstwa 163%, pozostałe segmenty razem 43%). Coraz bardziej widoczne staje się dopasowanie wzrostu wolumenu kredytów do potencjalnego wzrostu oszczędności. Na portfel kredytów istotny wpływ mają obecnie wahania kursów walutowych. W ujęciu nominalnym portfel kredytów dla gospodarstw domowych zwiększył się o 2,34 mld PLN, jednak zaniżyło go umocnienie PLN względem CHF o 1% w ciągu miesiąca. Wyłączając jego wpływ na portfel w marcu (szacowany wzrost w stałym kursie walutowym) portfel wzrósłby o 4 mld PLN. Widoczne staje się również wycofanie z oferty walutowych kredytów hipotecznych przez głównych graczy giełdowych. Przyrosty realizowane na portfelu walutowym są niewielkie. Po stronie kredytów przedsiębiorstw portfel wzrósł o 825 mln PLN w ciągu miesiąca w ujęciu nominalnym. Wyłączając jednak wpływ waluty (EUR umocniło się względem PLN o 1%) wzrost wyniósłby zaledwie 193 mln PLN (!). Widoczne jest mocne ograniczanie podaży kredytów w tym segmencie. Z perspektywy zmian kursów walutowych bardzo ciekawe mogą okazać się dane za kwiecień'09. W kwietniu mieliśmy do czynienia z umocnieniem złotówki o 6,3% względem CHF (dominuje w kredytach walutowych dla gospodarstw domowych) oraz o 6,8% względem EUR (dominuje w kredytach walutowych dla przedsiębiorstw). Mimo utrzymywania nowej sprzedaży kredytów w kwietniu przez banki) wolumeny w sektorze spadną z miesiąca na miesiąc. Szacunki dotyczące tylko rewaluacji istniejących portfeli walutowych na koniec marca'09 wskazują na spadek o około 15 mld PLN. Nie wyrówna go utrzymanie akcji kredytowej na dotychczasowych poziomach. Na koniec kwietnia poprawie uległy zatem struktury bilansów w bankach, szczególnie tych z ekspozycją na kredyty walutowe.

### **Należności nieregularne w mocnym trendzie wzrostowym**

Dane na temat portfela należności nieregularnych (NPL) za marzec wskazują na bardzo złe tendencje w kredytach dla segmentu korporacyjnego. Portfel należności nieregularnych wzrósł w ciągu miesiąca o 3,65 mld PLN (!), tyle samo co w ciągu pierwszych trzech miesięcy 2009 roku (3,5 mld PLN). W marcu głównym czynnikiem wzrostu należności nieregularnych był segment korporacyjny, gdzie należności nieregularne wzrosły aż o 3 mld PLN (!). Podczas pierwszych dwóch miesięcy tego roku segment ten wygenerował 2,2 mld PLN kredytów nieregularnych. W segmencie kredytów detalicznych również widać przyrosty, jednak są one znacznie mniejsze w relacji do trendów obserwowanych w przedsiębiorstwach. Portfel NPL wzrósł o 0,7 mld PLN, a w całym 1Q09 o 1,98 mld PLN. Wskaźnik NPL/kredyty brutto zwiększył się do poziomu 5,3%, z poziomu 4,8% na koniec lutego 2009. Jak nietrudno wywnioskować z zaprezentowanych informacji źródłem są przedsiębiorstwa, gdzie wskaźnik wzrósł z 6,7% do 7,9% (!). Wzrosty wskaźnika nieregularności są dodatkowo wzmocniane brakiem istotnych wzrostów po stronie kredytów ogółem (efekt bazy). Wskaźnik niespłaconych kredytów w gospodarstwach domowych wzrósł do poziomu 3,8% z 3,6% na koniec lutego. Trudno ocenić jak podane dane przełożą się na poziom rezerw w bankach (inna metodologia wyznaczania należności nieregularnych przez NBP – dane sektorowe i inna w przypadku banków stosujących MSR-y). Jednak dane te wskazują jednoznacznie, że banki boleśnie odczuwają pogorszenie się sytuacji przedsiębiorstw. Dodatkowo w drugiej połowie roku zwiększać się będzie również portfel nieregularnych kredytów segmentu gospodarstw domowych w opóźnieniu za rosnącymi wskaźnikami bezrobocia.

### **KNF oczekuje wzrostu NPL o kilka punktów procentowych w 2009 - 2010**

W wywiadzie dla TVN CNBC, szef KNF powiedział, że oczekiwany jest wzrost poziomu należności nieregularnych o kilka punktów procentowych w okresie 2009 – 2010 roku. Nie oczekuje jednak, aby odsetek kredytów nieregularnych wrócił do poziomu 20% sprzed kilku lat. Wzrost złych kredytów związany jest ze wzrostem bazy kredytowej w całym sektorze o okresie ostatnich kilku lat oraz dużego skorelowania poziomu niespłaconych kredytów z koniunkturą gospodarczą. Zgadza się z opinią KNF. Uważamy, że poziom kredytów nieregularnych wzrośnie do poziomu 10% na koniec 2010 roku (7,6% na koniec 2009 roku), z poziomu 4,8% na koniec lutego br. i 4,4% na koniec 2008 roku.

### **Wzrost nieregularnych kredytów hipotecznych**

Zdaniem W. Kwaśniaka, doradcy prezesa NBP, byłego szefa nadzoru bankowego, w ciągu najbliższych dwóch lat poziom zagrożonych należności wobec banków co najmniej się podwoi. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami. Oczekujemy, że kredyty nieregularne do kredytów ogółem w tym segmencie mogą skoczyć do 3% z obecnych 1%.

### **ZBP o akcji kredytowej**

Zdaniem ZBP nadzieją na wzrost akcji kredytowej w 2009 roku jest segment gospodarstw domowych. Znacznie gorzej będzie wyglądać kredytowanie firm, szczególnie największych. Podtrzymuje prognozy wzrostu kredytów o 7 – 9% w tym roku. Zgadza się z tym, że gospodarstwa domowe będą motorem wspierającym wolumeny kredytów i depozytów w sektorze bankowym w 2009 roku. Oczekujemy jednak wolniejszego tempa wzrostu akcji kredytowej wśród gospodarstw domowych, spadku akcji kredytowej wśród przedsiębiorstw, co przekłada się na brak wzrostu portfela kredytów w 2009 roku.

### **KNF o akcji kredytowej**

KNF ma już wstępne wyniki sektora za 1Q09. Jako główne przyczyny spadku podawane są: wzrost kosztów finansowania i odpisy zarówno na kredyty jak i na instrumenty pochodne. Zdaniem KNF poziom wzrostu portfela kredytów o 10% w tym roku jest nierealny, jednak byłby pożądanym. Zgadza się z opiniami komisji. Spadku zysków banków w 1Q09 upatrujemy w: (i) wzroście kosztów finansowania, (ii) odpisach na klientowskie instrumenty pochodne i (iii) ciągle bardzo wysokim kosztem ryzyka kredytowego. Oczekujemy spadku zysków pokrywanych przez nas banków o 57% R/R.

### **KNF odpuści bankom, aby dawały więcej kredytów**

Nadzór nie będzie żądać od banków 10% współczynnika wypłacalności. KNF chce również uelastyczyć pojęcie kapitału i wyjść poza definicję kapitału akcyjnego. Komisja myśli nad daniem bankom możliwości zaliczania pewnych instrumentów do kapitału podstawowego. Nie zmieniałyby one kapitału akcyjnego, nie rozmywały struktury akcjonariatu. Mogłyby to być instrumenty, które zapewniałyby, że środki ulokowane w banku pozostaną w nim, bez możliwości wycofania, chyba że za zgodą KNF. Bardzo dobre informacje dla banków, o ile nie wykorzystają tego w złym kontekście (zbyt łagodnie podchodząc do oceny ryzyka). Naszym zdaniem od początku wypowiedzi KNF dotyczące zmiany minimalnego poziomu współczynnika wypłacalności były tylko próbą werbalnego ostrzeżenia w kierunku banków. Podnoszenie wymogów w okresie kryzysu utrudniłoby wyjście z niego, a po jego zakończeniu stawiałoby polskie banki na słabszej pozycji konkurencyjnej. Ciekawy jest pomysł wspierania kapitałów. Na razie nie ma jednak szczegółów.

### Raport KNF podsumowujący 2008 rok

KNF nie tylko podsumowało ubiegły rok, kiedy banki miały 13,9 mld PLN zysku netto (+2,1% R/R), ale wskazał również pomysły na dalsze działania. Jedną z propozycji jest zlikwidowanie podatku od zysków kapitałowych od lokat o zapadalności powyżej 1 roku. Pozwoliłoby to bankom zbudować portfel depozytów średnioterminowych. Obecnie środków ulokowanych na więcej niż 1 rok, w gospodarstwach domowych jest 19,5 mld PLN, co stanowi ok. 5,5% wszystkich oszczędności gospodarstw domowych. Zdaniem KNF banki powinny w pierwszej kolejności zająć się akcją kredytową dla firm, gdyż w tym roku zapada 92,8 mld PLN kredytów (39% portfela kredytów na koniec marca br.). Nieodnowienie ich będzie skutkowało negatywnymi reperkusjami dla gospodarki. W drugiej kolejności powinny zająć się kredytami konsumpcyjnymi, a w ostatniej kredytami hipotecznymi. To właśnie zbyt agresywna sprzedaż tych ostatnich jest zdaniem KNF jedną z przyczyn obecnej sytuacji w sektorze. Podano jednocześnie, że w systemie jest 1,2 mln kredytów hipotecznych, a liczba udzielonych kredytów w 2008 roku spadła do 130 tys. sztuk w por. z 2007 rokiem, kiedy liczba podpisanych umów sięgnęła 190 tys. Likwidacja podatku zmieniłaby strukturę oszczędzania Polaków. Więcej środków znalazłoby się na długoterminowych lokatach bankowych. Obecnie Polacy zmniejszyli zaangażowanie w rachunkach bieżących, jednak ograniczyli aktywność do depozytów poniżej 1 roku zapadalności. Jednak wprowadzenie takiego rozwiązania wprowadziłoby nierównowagę pomiędzy różnymi formami długoterminowego lokowania oszczędności (obligacje, akcje, itp.). Naszym zdaniem nie wszystkie kredyty dla przedsiębiorstw zostaną odnowione. Banki już obecnie starają się zmniejszać linie kredytowe niektórym klientom. Jednak naszym zdaniem banki nie odejdą od kredytowania firm, bo dla nich stanowi to okazję do pozyskania portfela kredytów przy wysokich marżach i znacznie wyższych opłatach niż jeszcze niecały rok temu.

### Spadek sprzedaży kredytów mieszkaniowych

Według ZBP w 1Q09 banki udzieliły około 35 tysięcy kredytów hipotecznych na kwotę około 7 mld PLN. 35 tys. sztuk kredytów, stanowi 60% liczby kredytów udzielonych w 1Q08. W 1Q08 było ich 60 tys. na łączną kwotę około 12 mld PLN. ZBP oczekuje wzrostu sprzedaży kredytów w kolejnych kwartałach. Jednocześnie rośnie liczba kredytów z dopłatą budżetu („rodzina na swoim”). W 1Q09 było ich w sumie 4191 tys. sztuk (na łączną kwotę 660 mln PLN), z czego 1 tys. w styczniu br. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami. Podtrzymujemy prognozę sprzedaży 25 – 30 mld PLN kredytów hipotecznych w 2009 roku. Jednocześnie, na podstawie dość ogólnych liczb można stwierdzić, że nie rośnie średnia kwota kredytów i oscyluje w okolicach 200 tys. PLN. Średnia wartość kredytu w ramach programu „rodzina na swoim” sięga 157 tys. PLN. Zgodnie z oczekiwaniami jest ona niższa (limit ceny/mkw. i wielkości kupowanego lokalu).

### Kredyty hipoteczne – Pekao na pozycji lidera

Po pierwszych dwóch miesiącach 2009 na pozycję lidera sprzedaży wysunął się Pekao, za nim jest PKO BP, trzecie miejsce zajmuje Deutsche Bank. Nastąpiło przetasowanie w stawce największych sprzedawców kredytów. PKO BP stracił pozycję lidera przede wszystkim z powodu wycofania ze sprzedaży walutowych kredytów hipotecznych, DB awansował, bo ciągle chętnie pożyczka w CHF. Znacznie w zestawieniu spadł Bank Millennium, który w 1Q08 był wiceliderem, a obecnie sprzedał 30 mln PLN. Mocne wyniki sprzedaży odnotował w lutym Noble Bank, który w styczniu sprzedał co prawda tylko 50 mln PLN kredytów, ale w lutym już 190 mln PLN. Dane z rynku kredytów hipotecznych pokrywają się z naszymi oczekiwaniami. Wolumeny sprzedaży spadły w każdym z banków, jednak najsilniej dotknęły te z wysoką relacją kredyty/depozyty i wcześniejszym bardzo dużym zaangażowaniem aktywów w ten segment działalności. Wyjątkiem jest tu Noble Bank, który jednak prowadzi sprzedaż inaczej niż banki nastawione na obsługę klienta masowego.

### Akcja kredytowa zwolni do zera w kolejnych miesiącach

Dynamika akcji kredytowej w kolejnych miesiącach, w ujęciu m/m może być bliska zeru - ocenia Józef Sobota, szef Departamentu Statystyki w NBP. Widoczny jest spadek wolumenu nowo zawieranych umów. Biorąc pod uwagę perspektywę umocnienia złotych obserwowaną w kwietniu (PLN umocniło się względem EUR o 6,75%, względem CHF o 6,3%) będziemy widzieli wręcz spadek nominalnej wartości portfela kredytów. Będzie to miało korzystny wpływ na strukturę bilansu sektora bankowego (spadek relacji kredyty/depozyty, spadek aktywów ważonych ryzykiem, ograniczone straty na kredytach walutowych klientów – spadek LTV). Jednak oczekujemy również ograniczenia akcji kredytowej w stałym kursie walutowym. Wypowiedzi przedstawicieli NBP nt. spadku wolumenu nowo podpisywanych umów potwierdzają te założenia.

### Banki obniżają oprocentowanie lokat

Spada oprocentowanie lokat terminowych. W dużych bankach wkrótce obniży się nawet do 3,5 – 4%. Niższe odsetki obowiązują w ING BSK (o 50 pb.), wcześniej oprocentowanie spadło w Nordea Bank, DnB Nord i Volkswagen Banku. PKO BP również obniżyło oprocentowanie

lokata (o 50 – 70 pb) dając tym sygnał dla innych banków. Bank Pocztowy obniżył oprocentowanie lokaty Killer z 7% do 4,5%. Po zmianach trzymiesięczna lokata w PKO BP oprocentowana jest na 5%, w ING BSK na 4,5%. Zgodnie z naszymi wcześniejszymi komentarzami dało to sygnał dla innych banków, co widać w zmianach cenników. Do stawki doliczyć należy również BZ WBK, który jako pierwszy (już następnego dnia po PKO BP), zmienił oprocentowanie swoich produktów oszczędnościowych. Naszym zdaniem presja na wysokie oprocentowanie lokat opada na skutek kilku czynników: (i) spadku akcji kredytowej w bankach, (ii) umocnienia złotówki, (iii) znacznych przyrostów oszczędności gospodarstw domowych w ostatnich miesiącach. Dalej jednak oprocentowanie lokat oscyluje w okolicach WIBOR 3M, w niektórych przypadkach przekraczając go. Po części wynika to z bardzo szybkich obniżek stóp procentowych. Naszym zdaniem oprocentowanie lokat spadnie w okresie ustabilizowania się rynkowych stóp procentowych.

### **Banki podnoszą opłaty dla klientów detalicznych**

Od maja opłaty za prowadzenie konta i inne czynności transakcyjne podniósł PKO BP. W ślad za nim poszły również inne banki, tj. MultiBank, Polbank, ING BSK. Pekao nie podniósł stawek i zmienił całą ofertę rachunków i strukturę opłat. Jak mówią przedstawiciele Pekao, aktywni klienci banku mają płacić mniej. Rośnie także koszt mniej widocznych pozycji w bankach, np. BPH w połowie lutego podniósł opłatę za zaświadczenie o wysokości zapłaconych odsetek z 30 do 40 PLN (dokument potrzebny do rozliczenia ulgi w podatku). Jest to zgodne z naszymi oczekiwaniami wobec sektora bankowego. Banki podnoszą opłaty za korzystanie z kont, aby neutralizować spadek przychodów wywołany, m.in. presją na marżę odsetkową, mniejszymi wolumenami nowej sprzedaży kredytów i spadającymi przychodami z rynków kapitałowych.

### **Wzrost opłat również dla przedsiębiorców**

Banki podnoszą prowizje także dla przedsiębiorstw, w tym segmentu MSP. Wyższe opłaty dla klientów biznesowych wprowadził PKO BP (od 1 maja dla MSP) i mBank. W PKO BP prowizja za udzielenie i podwyższenie kredytu inwestycyjnego wzrosła z 2 do 3%, natomiast w przypadku kredytu obrotowego z 3 % do 4%. Podwyższone zostaną opłaty za prowadzenie niektórych kont firmowych (np. pakiet Komfort z 58 do 62 PLN miesięcznie). mBank od 9 kwietnia podwyższył oprocentowanie limitu kredytowego dla mikrofirm (limit do 20 tys. PLN wzrost z 22,7% do 17%, dla wyższych kwot 15% i 13%). Prowizja za przyznanie i odnowienie kredytu po zmianach wynosi dla większości klientów od 1,5 do 2% (wcześniej 0%), ale od 1 czerwca zostaje wprowadzona nowa opłata – za niewykorzystany limit kredytowy w wysokości 3% w skali roku. Podobną opłatę za niewykorzystywanie limitu w koncie firmowym nalicza też Raiffeisen Bank. Jeśli klient wykorzystuje mniej niż połowę przyznanej kwoty, zapłaci 2% (w skali roku). W marcu wzrosły także prowizje za uruchomienie kredytu obrotowego lub inwestycyjnego w BZ WBK. Natomiast ING Bank podwyższył opłatę za wypłatę pieniędzy z bankomatów innych banków (z 5 zł do 3 proc. – minimalnie 5 zł). Podwyżki są dość duże. W przypadku PKO BP poziom prowizji wzrósł o 50% w relacji z poprzednimi. Ruchy banków są zgodne z naszymi założeniami dla sektora.

### **1,56 mln raportów BIK w marcu**

BIK udostępnił 1,56 mln raportów kredytowych w marcu. Instytucja podała, że po trzech miesiącach br. udzielono 4,16 mln raportów, podczas gdy w 1Q08 było to 3,16 mln raportów. Są to dane dotyczące tylko raportów kredytowych, bez uwzględnienia raportów monitorujących. Wcześniej BIK podawał łączną wartość udostępnionych raportów kredytowych i monitorujących. Naszym zdaniem istotnie wzrosła liczba raportów monitorujących w relacji do ubiegłego roku.

### **KNF w kwestii interpretacji Rekomendacji S**

Zdaniem szefa KNF, S. Kluzy, banki, które udzielały kredytów na zakup domów i mieszkań, powinny być przygotowane na ewentualne zmiany na rynku nieruchomości i walut. Podtrzymał sprzeciw wobec działań podejmowanych ostatnio przez kilka banków, które argumentując swoje kroki spadkiem wartości zabezpieczeń czy też wzrostem wartości kredytu po osłabieniu się złotówki zwróciły się do klientów, próbując albo zmniejszyć ekspozycję kredytową, albo podnieść marżę. Kluza dodał, że KNF przygotowuje rekomendacje dla banków, przy zarządzaniu ryzykiem kredytowym. Banki nie mają za bardzo ruchu w zakresie rewaluacji ceny portfela kredytów hipotecznych. Negatywna informacja z perspektywy inwestorów banków, gdyż oznacza presję na marżę odsetkową na skutek wzrostu kosztu finansowania.

### **Wejście w życie Rekomendacji S2 – czy banki zawężą spready?**

Wg dyrektora departamentu nadzoru bankowego, A. Stepczyńskiego, banki na skutek wprowadzenia Rekomendacji S2 powinny zawężać spready walutowe dla klientów spłacających kredyty hipoteczne denominowane w walutach obcych. Po pierwsze dlatego, że tabele kursowe muszą być identyczne, po drugie: od lipca umożliwienie spłaty w walucie spowoduje, iż klient ma wybór, czy przyjąć i dokonać wymiany w swoim banku czy dokonać wymiany w kantorze. Sądzymy, że w interesie banku będzie utrzymanie spreadu na tyle niskim poziomie, by klient dokonywał wymiany w banku. Podkreślił jednocześnie, że Komisja nie



zamierza wpływać na wysokość spreadów, które są ustalane przez poszczególne banki. Negatywna informacja dla banków. Rynek już zdyskontował fakt, iż na skutek wycofania z oferty walutowych kredytów hipotecznych banki zaangażowane w ten segment utracą istotną część wyniku z pozycji wymiany. Obecnie na skutek spadku spreadu spadną również dochody od rat spłacanych co miesiąc przez klientów, jak również zawężenie spreadu dla spłat kredytów hipotecznych pociągnie za sobą spadek przychodów z rewaluacji innych produktów. Przeciw zawężeniu spreadu są dwa argumenty: konieczność ujednoczenia innych tabel kursowych, w obszarach produktów gdzie nie ma obowiązku przyjmowania spłat bezpośrednio w walucie. Jednocześnie banki mogą wykorzystać walutę przyniesioną przez banki jako lekarstwo na koszt pozyskania CHF.

#### **H. Wasilewska – Trenkner z RPP: Płynność w bankach jest**

Jej zdaniem Rada Polityki Pieniężnej nie powinna na obecną chwilę obniżać stopy rezerw obowiązkowych, ponieważ sektor bankowy jako całość nie ma problemów z płynnością. Głos strony, do której apelują bankowcy argumentując brak płynności w sektorze.

#### **Zmiany w zasadach udzielania kredytów konsumenckich**

Wydłużenie z 10 do 14 dni terminu na odstąpienie od umowy oraz zwiększenie kwoty udzielanego kredytu do 75 tys. EUR - to niektóre zmiany wprowadzane przez dyrektywę w sprawie umów o kredyt konsumencki. Przepisy wejdą w życie najpóźniej w czerwcu 2010 r. Zmiana ta spowoduje zmianę zasad udzielania kredytów konsumenckich. Do tej pory ustawą o kredycie konsumenckim w Polsce objęte były kredyty do 80 tys. PLN, w momencie wprowadzenia zmian będzie to 75 tys. EUR. Zasady wprowadzą również minimalną wartość kredytu – 200 EUR. Obecnie toczą się dyskusje aby nie wpisywać w polskiej ustawie minimalnej kwoty, bo pożyczki np. w kwocie 500 PLN są bardzo popularne. Nowa dyrektywa wprowadza również Europejski Ujednoczony Formularz Kredytowy. Ułatwi to dokonanie porównań między różnymi ofertami banku i wprowadzi przejrzystą formę informowania o zasadach kredytu. Instytucje udzielające kredytów będą mogły też otrzymać rekompensatę w momencie wcześniejszej spłaty pożyczki. Dyrektywa wprowadza także obowiązek badania zdolności kredytowej konsumenta przed udzieleniem kredytu przez wszystkie instytucje udzielające pożyczek. Obecnie taki obowiązek spoczywa jedynie na bankach, nie muszą tego robić np. SKOK-i. Zmiany uregulują relacje klient – bank. Zwiększenie limitu pożyczki do 75 tys. EUR doprowadzi w Polsce do sytuacji, gdy część kredytów hipotecznych również podpadnie pod ustawę o kredycie konsumenckim.

#### **BOŚ chce sprzedawać 100 mln PLN kredytów hipotecznych miesięcznie**

BOŚ zamierza pozyskać ok. 100 mln PLN miesięcznie po wprowadzeniu nowych warunków w udzielaniu kredytów hipotecznych dla klientów indywidualnych oraz dodatkowo kilkanaście milionów złotych miesięcznie z tytułu pożyczek hipotecznych dla firm. Nowe produkty banku mają być odpowiedzią na potrzeby klientów, tworząc pakiet antykrzysowy. Kredyt hipoteczny skierowany do osób prywatnych przewiduje możliwość 5-letniej karencji w spłacie kapitału oraz, dla klientów którzy już spłacają kredyt, możliwość 3-letniej prolongaty w spłacie kapitału. Dla sektora przedsiębiorstw bank przygotował ofertę pakietową, której głównym atutem jest limit debetowy do wysokości 200 tys. zł, natomiast dla mikro i małych firm - pożyczkę hipoteczną, w przypadku której bank nie wymaga udokumentowania celu kredytowania. Prawie 84% udziałów w banku mają razem Narodowy Fundusz Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej oraz Państwowe Gospodarstwo Leśne Lasy Państwowe. Pośrednio bank jest w rękach Skarbu Państwa, który poprzez posiadane przez siebie banki zamierza aktywizować akcję kredytową w gospodarce.

#### **Spadek obrotów firm faktoringowych**

Obroty firm faktoringowych zrzeszonych w Polskim Związku Faktorów wyniosły w 1Q09 roku 6,99 mld PLN i spadły o 6,5% R/R. Osłabienie w sektorze powoli będzie widać wszędzie.

#### **Polbank myśli o licencji bankowej**

Wg informacji *Gazety Prawnej* Grecki właściciel Polbanku EFG rozważa wystąpienie o licencję na działalność bankową w Polsce. Rozważa to, aby nie narażać się na zarzuty, że jest bankiem działającym na innych warunkach niż inni pozostali detaliści oraz by spełnić oczekiwania polskiego nadzoru. Przedstawiciele Polbanku przyznają, że takie sugestie otrzymali też z polskiego nadzoru. Teoretycznie licencja nie powinna wiele zmienić zarówno w funkcjonowaniu Polbanku jak i obrazie polskiego sektora bankowego. Obecnie sprzedaż kredytów hipotecznych znacznie spada, zatem i tak wyścig w tym zakresie schodzi na drugi plan, a banki niezależnie od kraju pochodzenia stawiają bardzo wysokie wymagania wobec klientów. Jednak gdyby Polbank działał pod licencją bankową wcześniej, w okresie boom'u w kredytach hipotecznych, Rekomendacja S mogłaby ograniczyć jego akcję kredytową.

#### **Alior ma 100 tys. klientów**

Alior Bank ma 100 tys. klientów indywidualnych, 10 tys. klientów segmentu MSP, dysponuje siecią 115 placówek. Obecnie dalej ma przewagę depozytów nad kredytami. Zebrał już 1,6

mld PLN depozytów, podczas gdy kredytów ma około 436 mln PLN (kredyty/depozyty 27%). Celem banku jest utrzymanie tego wskaźnika na poziomie 2/3. W ciągu 3 – 4 lat bank chce mieć 2 – 4% udziałów w rynku i obsługiwać około 1 mln klientów. Bank ma stać się rentowny po około 3 latach. Start w najtrudniejszym momencie kryzysu i takie wyniki można uznać za sukces. Bank będzie stanowił alternatywę dla innych mniejszych, ogólnopolskich banków na rynku, zatem również dla banków giełdowych.

### **Spotkanie NBP z bankami poświęcone kredytowaniu firm**

Nie przyniosło jednak konkretnych rozwiązań. Była to raczej „diagnoza” i dyskusja na temat obecnej sytuacji. Banki i NBP wymieniały się postulatami, które rynek zna już od kilku miesięcy (m.in. dostęp do dłuższego finansowania, wpływ kosztu swapa w CHF w NBP na ceny rynkowe takich instrumentów, itd.). Jeśli ktoś oczekiwał przełomu to się zawiódł. Naszym zdaniem można było oczekiwać takiego wyniku spotkania.

### **Samorządowcy boją się dokapitalizowania BOŚ**

Pomysł dokapitalizowania Banku Ochrony Środowiska akcjami spółek kontrolowanych przez NFOŚiGW (ma ponad 77,2% udziałów w banku) budzi wątpliwości samorządowców. Obawiają się oni, że poprzez bank w ręce zagranicznego kapitału wpadną atrakcyjne grunty. Niedawno fundusz zdecydował się dokapitalizować bank przekazując do końca roku akcje 15% kontrolowanych przez siebie firm. Wśród nich jest m.in. Geotermia Podhalańska, spółka zajmująca się wykorzystywaniem wód geotermalnych na Podhalu - ogrzewa m.in. domy w Zakopanem, a także zasila gorącą wodą dwa tamtejsze aquaparki. NFOŚiGW chce w tym roku przekazać BOŚ 90% pakiet Geotermii. Poziom kapitałów jest obecnie jednym z głównych czynników determinujących potencjał rozwoju banku w przyszłości, jednocześnie wskazuje na ile zabezpieczony jest bank przed ewentualnymi stratami kredytowymi.

### **SKOKi chcą współpracy z bankami**

SKOKi proponują bankom współpracę. Chodzi o walkę z wykluczeniem finansowym. Grzegorz Bierecki, prezes Kasy Krajowej SKOK napisał w tej sprawie list do prezesa ZBP K. Pietraszkiewicza. Uważa, że potrzeba w Polsce prostych i niedrogich rachunków rozliczeniowych, których celem będzie zaspokojenie potrzeb osób o niskich i niestabilnych dochodach, nowych produktów i alternatywnych usług finansowych. Czyżby Skoki chciałyby zostać bankiem?

### **Bank Pocztowy liczy na dokapitalizowanie**

Bank Pocztowy liczy, że do końca 2009 roku zostanie dokapitalizowany kwotą minimalnie 100 mln PLN, co umożliwi mu dalszy rozwój akcji kredytowej. Trwają właśnie rozmowy w tej sprawie. Portfel kredytowy Banku Poczтового wynosi około 1 mld PLN. Udział PKO BP w emisji (bank ma 25% akcji BP) nie stanowi z punktu widzenia PKO BP znacznego obciążenia.

### **Fortis Bank Polska bierze pożyczkę podporządkowaną**

Frotis BP zaciągnął w Fortis Finance Belgium SCRL 50 mln EUR pożyczki podporządkowanej. Środki zostaną zakwalifikowane jako podporządkowane po uzyskaniu decyzji KNF. Można oczekiwać, że inne banki również coraz częściej będą informowały o podobnych ruchach. Polskie banki w bardzo małym stopniu jak dotąd korzystały z pożyczek podporządkowanych.

### **Jest pakiet, będzie pakt?**

NBP chce zachęcić polskie banki, by udzielały więcej pożyczek. Szef banku centralnego obawia się, że w przeciwnym razie może nie być wzrostu akcji kredytowej. NBP proponuje bankowcom wspólne przygotowanie paktu na rzecz rozwoju akcji kredytowej w Polsce. Jeśli banki obiecują, że będą udzielać więcej kredytów, NBP deklaruje gotowość podejmowania dalszych, w tym niestandardowych, działań w celu zapewnienia bankom dodatkowej płynności. W czwartkowym komunikacie NBP zadeklarował gotowość podejmowania dalszych zdecydowanych, w tym niestandardowych działań w celu zapewnienia bankom dodatkowej płynności, w zamian za rozszerzenie przez banki akcji kredytowej. NBP poinformował, że skierował zaproszenie do sektora bankowego w celu wypracowania „Paktu na Rzecz Rozwoju Akcji Kredytowej w Polsce”, który będzie miał na celu wspieranie wzrostu gospodarczego poprzez zapewnienie dostępności kredytów dla przedsiębiorstw i osób indywidualnych. Inauguracja prac na rzecz Paktu odbyła się 20 kwietnia br. podczas spotkania z przedstawicielami sektora bankowego, na które zaproszono również Ministra Finansów i Przewodniczącego Komisji Nadzoru Finansowego. Wg ZBP akcja kredytowa zwiększy się o 7% w 2009 roku. Bankowcy nie są poruszeni pomysłem zawarcia z nimi paktu. Ich zdaniem to bardziej marketingowe działanie NBP niż chęć i możliwość faktycznej pomocy. Bankowcy dobrze przyjęli informację, że NBP wprowadza nowe instrumenty. Jednak od razu zastrzegli, że one nie zachęcą do zwiększenia akcji kredytowej oraz nie pomogą odbudować wzajemnego zaufania na rynku. Co tydzień na organizowanych przez NBP aukcjach na bony pieniężne popyt kilkakrotnie przewyższa podaż. Dlatego NBP zdecydował się nawet wprowadzić limit sprzedaży po to, by wolne środki banki przeznaczały na kredyty. Jak zwykle przy takich deklaracjach czekamy na konkretne ruchy. Dopiero podjęte działania mogą mieć



wpływ na poziom akcji kredytowej. Naszym zdaniem portfel kredytów w sektorze pozostanie płaski w tym roku, przy czym akcja kredytowa dla gospodarstw domowych będzie dalej rozwijała się w umiarkowanym tempie, jednak portfel kredytów dla przedsiębiorstw spadnie.

### **Nadzór nad bankami z powrotem do NBP?**

Według źródeł KNF, nadzór nad bankami mógłby ponownie wrócić pod skrzydła NBP, a na jego czele stanąłby doradca prezesa NBP, Wojciech Kwaśniak. Według nich Rząd chce zmian, gdyż nie jest zadowolony z pracy KNF. Niepotwierdzone informacje. Wojciech Kwaśniak do maja 2007 sprawował funkcję Generalnego Inspektora Nadzoru Bankowego (GINB). Sprawował tę funkcję przez siedem lat. Przez przedstawicieli sektora bankowego oceniany był jako zwolennik restrykcyjnego podejścia do nadzoru bankowego.

### **Swapy z Narodowego Banku Szwajcarskiego**

NBP, NBS, ECB oraz Węgierski Bank Narodowy ogłosiły, że będą kontynuowały tygodniowe operacje swapów walutowych EUR i CHF przynajmniej do końca lipca 2009 w celu wsparcia dalszych pozytywnych zmian w krótkoterminowych rynkach pieniężnych CHF. Na podst. tego porozumienia NBS zasili NBP w CHF w zamian za EUR, natomiast NBP zasili swoich kontrahentów w CHF w zamian za PLN.

### **BPH - Zarząd rekomenduje brak dywidendy z zysków za 2008 rok**

Zarząd będzie rekomendował zatrzymanie całości zysków za 2008 rok w banku. Informacja nie jest dla nikogo zaskoczeniem.

### **BPH - Środki z EBI na kredyty dla segmentu MSP**

Bank BPH ma rozpocząć rozmowy z Europejskim Bankiem Inwestycyjnym odnośnie 50 mln EUR finansowania dla pożyczek dla segmentu małych i średnich przedsiębiorstw. Pozyskanie środków byłoby pozytywną informacją.

### **BPH - RN podjęła uchwałę o emisji obligacji o wartości 750 mln PLN**

RN BPH zaakceptowała decyzję zarządu w sprawie przygotowania i uruchomienia programu emisji obligacji o łącznej wartości nominalnej do 750 mln PLN, w ramach którego mogą być emitowane obligacje zwykłe oraz podporządkowane. Program emisji ma na celu pozyskanie finansowania z rynku lokalnego oraz zapewnienie adekwatnego poziomu kapitałowego dla działalności banku. W ramach programu emisji możliwe będą emisje w złotych lub w innych walutach na okresy od 30 dni do 30 lat. Na razie to zgoda na podjęcie programu. Umożliwi to podejmowanie emisji. Z komunikatu wynika, że emisje nie będą kierowane do inwestora strategicznego (GE). Emisja może być elementem planu połączenia z GEMB, który nie posiada depozytów od klientów. Akcja kredytowa finansowana jest ze środków od GE. Należy liczyć się z presją na marżę odsetkową banku spowodowaną presją na koszt finansowania. Obecnie emisja obligacji, tym bardziej podporządkowanych na rynek, okupiona jest wysokim kosztem, jeśli dochodzi do skutku.

### **BPH - Kolejne zwolnienia grupowe**

Bank ogłosił, że w związku z dalszą racjonalizacją zatrudnienia BPH chce zwolnić w ramach zwolnień grupowych do 465 pracowników. Zarząd przystąpił do negocjacji z zakładowymi organizacjami związkowymi. W lutym bank informował o planach zwolnienia do 580 osób z 4761 zatrudnionych. Zwolnienia grupowe w BPH pochłoną ponad 20% wyjściowej załogi! Znaczne cięcia wydatków spowodowane trudnym położeniem banku. Po podziale BPH miał zbyt dużą bazę kosztową w relacji do posiadanych aktywów. Rozpoczął walkę o ich odbudowę, m.in. otwierając placówki i zwiększając zatrudnienie. Aktywa rozwijały się w banku bardzo szybko, jednak obecne otoczenie makroekonomiczne ewidentnie wskazuje na zahamowanie wzrostu aktywów. Dodatkowym czynnikiem jest odłożenie w czasie połączenia z GEMB, które pozwoliłoby np. rozłożyć koszty BPH na znacznie większą skalę działania. Jednocześnie umożliwiłoby wyeliminowanie dublujących się kosztów dwóch centrali bankowych.

### **Getin Holding - Obniżenie ratingu Getin Banku**

Agencja ratingowa Moody's obniżyła rating Getin Banku do „Ba3” z „Ba2”. Rating siły finansowej banku został obniżony do „D-”, z „D”. Moody's podała, że ratingi banku zostały umieszczone na liście obserwacyjnej ze wskazaniem negatywnym.

### **Getin Holding - Uchwały podjęte przez ZWZA spółki**

Na ZWZA zatwierdzono sprawozdania finansowe za 2008 rok oraz udzielono absolutorium z wykonywania obowiązków członkom zarządu i radzie nadzorczej. Przegłoszono planowany wzrost programu skupu akcji własnych do 50 mln sztuk (maksymalna kwota 250 mln PLN). Zarząd uzasadnił zwiększenie programu skupu akcji własnych obecną sytuacją na rynku finansowym, która doprowadziła do poziomu wyceny akcji, nie odzwierciedlającej ich rzeczywistej wartości. Do RN powołano Leszka Czarnieckiego na nową kadencję. Jednocześnie powołano R. Balińskiego, M. Grzegorzewicza, L. Czarnieckiego, L. Kulę i A. Błażejewskiego, na nową wspólną kadencję.

### **Getin Holding - Getin Bank radzi sobie ze skupem euroobligacji**

Bank skupił już około 40% wartości emisji (wartość całkowita emisji 350 mln EUR). Obligacje zapadają 17 maja br., jednak zagraniczni inwestorzy w obawie przed kłopotami w Getin Banku byli skłonni pozbywać się tych papierów i to ze znacznym dyskontem w relacji do nominalu (gazeta podaje, że nawet poniżej 90%). Euroobligacji nie skupował tylko bezpośrednio Getin Bank, ale również polskie TFI. Getin Bank deklaruje, że posiada wystarczający bufor płynności aby wykupić pozostałe papiery. Jest również przygotowany na ewentualne dalsze osłabienie złotówki, co znacznie zwiększyłoby zobowiązania banku. Właśnie ze względu na 17 maja br., Getin Bank oferuje obecnie najlepszą lokatę na rynku (8% na 3 miesiące). Po zakończeniu wykupu GB dostosuje swoją ofertę do tego, co zaproponują najwięksi gracze na rynku. Jako mniejszy bank, musi oferować premię za swoje lokaty. Pozytywna informacja. Zdejmuje z banku jedno z ryzyk. Jednak rolowanie zobowiązania nie obędzie się bez negatywnych skutków dla marży odsetkowej banku.

### **Getin Holding - Zapowiada ograniczenie kosztów w 1Q09**

Wskaźnik kredyty/depozyty spadł w grupie poniżej 100%. Firma kontynuowała w pierwszych trzech miesiącach program efektywnościowy, dlatego w tym okresie powinien być widoczny spadek kosztów. Sukces po stronie dbania o płynność banków w grupie, naszym zdaniem okupiony znacznym spadkiem marży odsetkowej netto. Pozytywnie odbieramy zapowiedzi spadku wydatków. Grupa Getin Holding bardzo elastycznie reaguje na zmieniające się otoczenie i bardzo dynamicznie dopasowuje działalność grupy do wymagań rynkowych.

### **Getin Holding - Getin Bank zwiększa wolumeny**

Bank otworzył 34 tys. rachunków od stycznia br. Jest to wynik osiągnięty bez wsparcia promocji produktu. Wabikiem na klienta są lokaty, gdyż bank otwiera takie rachunki wszystkim klientom, którzy przychodzą po lokaty do banku. Dodano, że 1Q09 był bardzo dobry pod względem zbierania depozytów klientów. Nie podano jednak konkretnych wolumentów, podkreślając, że 1Q09 był podobnym sukcesem jak 4Q08 (można szacować, że pozyskano ponad 3 mld PLN). Bank oczekuje również nie mniejszej sprzedaży kredytów gotówkowych dla segmentu MSP i kredytów samochodowych niż w 2008 roku. Akcja kredytów gotówkowych prowadzona jest przede wszystkim wśród własnych klientów (80% sprzedaży). Czekamy na wyniki związane z aktywnością klientów w zakresie korzystania z takich rachunków. Kiedyś banki dodawały karty kredytowe do każdego innego kredytu, lokaty czy produktu. Pierwszy trudny krok – pozyskanie klienta, bank ma za sobą. Teraz jeszcze trzeba utrzymać go jako aktywnego klienta. Jednocześnie za sukces postrzegamy pozyskiwanie depozytów przez grupę Getin Holding. Biorąc pod uwagę oferowane stawki odbija się to negatywnie na marży odsetkowej. Dopiero większa sprzedaż nowych kredytów o wyższych marżach pozwoli odbudować część utraconej marży odsetkowej.

### **Getin Holding - Sąd zbada umowy kredytowe Getin Banku**

Do sądu trafił kolejny pozew UOKiK dotyczący umów kredytowych. Zastrzeżenia UOKiK dotyczą dwóch klauzul. Pierwsza pozwala bankowi utrzymywać podwyższone oprocentowanie kredytu – zanim hipoteka zostanie wpisana do księgi wieczystej – do końca miesiąca, w którym potwierdzono dokonanie wpisu. Zdaniem urzędu wyższe oprocentowanie powinno obowiązywać tylko do dnia potwierdzenia wpisu. Drugi kwestionowany zapis dotyczy nakładania obowiązku wyceny nieruchomości, która jest zabezpieczeniem kredytu, w sytuacji gdy klient nie spłaci w terminie dwóch kolejnych rat. Czekamy na wynik postępowania. Jeśli chodzi o ubezpieczenie (opłacone przez podwyższone oprocentowanie kredytu do momentu wpisu hipoteki do księgi wieczystej), to takie praktyki stosuje nie tylko DomBank.

### **Noble Bank - Bank liczy na 15% udziałów w rynku kredytów hipotecznych**

Bank chce mieć 15% udziałów w rynku kredytów hipotecznych w 2008 roku, co oznacza dalszy, bardzo mocny rozwój segmentu kredytów hipotecznych. Obecnie jego udziały rynkowe szacuje na 8%. Zgodnie z bieżącą strategią banku będą to wyłącznie kredyty w PLN. 15% udziałów w rynku w całym 2009 roku oznacza sprzedaż na poziomie około 3,75 – 4,5 mld PLN. Naszym zdaniem jest to zbyt optymistyczne założenie. Jednak jeśli bank dalej będzie umiejętnie rozwijał ten segment bankowości, to przyjmując średnią sprzedaż na poziomie około 7 mld PLN, to 15% udziałów w rynku, w 4Q09, oznacza 1 mld PLN sprzedaży w 4Q09, a to już może okazać się dość ambitnym, jednak realnym planem.

### **Noble Bank - Windykacyjne ramię grupy**

Noble Bank, który powstał na licencji WBC cały czas utrzymuje dział windykacji i skupuje nieregularne kredyty innych banków. Działalność taka przynosi 30% zwrotu na kapitale, a koszty utrzymywania działalności są niewielkie (koszty/dochody działu wynoszą 10%). Obecnie w obszarze tym pracuje 70 osób, planowane jest poszerzenie zespołu. Bank do tej pory odzyskał 80 mln PLN z 350 mln PLN kredytów nieregularnych odziedziczonych po WBC oraz odkupił od banków należności o wartości 55 mln PLN. Ceny portfeli spadły (wcześniej około 30% wartości portfela, obecnie 10 – 15%). Do ubiegłorocznych wyników grupy windykacja dołożyła 20 mln PLN. Noble Bank oczekuje bardzo dobrego 1Q09 dla windykacji w



grupie (+30% R/R). Grupa chce w przyszłym roku mocniej wejść w rynek windykacji kredytów hipotecznych. Posiadanie dobrze prosperującego działu windykacji w grupie wpływa również korzystnie na proces utrzymywania dobrej jakości własnego portfela kredytowego. Uważamy jednak, że działalność ta ma mniejszy potencjał wzrostu niż inne operacje w grupie. Wraz z poprawą koniunktury jej udział w budowaniu wyników będzie malał.

### **Noble Bank - Rośnie liczba składanych wniosków w Open Finance**

Wartość złożonych wniosków o kredyt hipoteczny w Open Finance w miesiącach styczeń-marzec 2009 roku wzrosła do 2,24 mld PLN z 1,93 mld PLN (+16% R/R). Jednocześnie OF pośredniczyło w sprzedaży produktów inwestycyjnych o wartości 1,03 mld PLN (rok temu było to 154 mln PLN). Wyniki złożonych wniosków były zaskoczeniem dla rynku, a konkurencja zaczęła podnosić pytania o wiarygodność danych. W 4Q08 wysyłka wniosków netto wyniosła 0,9 mld PLN, z czego około 60% zostało zatwierdzonych. Spółka tłumaczy to innym modelem sprzedażowym w 4Q08 i 1Q09. W ostatnim kwartale ub.r. sprzedaż pośrednika nastawiona była na produkty oszczędnościowe, a Noble Bank chwilowo zahamował akcję kredytową. Jednocześnie bank zwiększył o 20% zatrudnienie w OF. Około 40% wniosków dotyczyło kredytów skierowanych do MetroBanku (marka Noble Banku zajmująca się sprzedażą kredytów hipotecznych), z czego około 20% dotyczyło rewizji warunków wcześniej zawartych umów. Kredyty DomBanku i MetroBanku stanowiły około połowy wniosków. Noble Bank i tak zanotuje przyzwoite przychody z tego tytułu. Sprzedaż własnych kredytów (MetroBank) przyniesie przychody odsetkowe i prowizje za udzielenie kredytów. Jest to znacznie większy zarobek i w długim terminie w relacji do samego pośrednictwa. Sądząc po marżach jakie obecnie dyktowane są przez banki, dobre wyniki sprzedażowe w bieżącym okresie pomogą ratować marżę odsetkową. Sprzedaż kredytów DomBanku nie będzie widziana jako przychody z pośrednictwa na poziomie grupy Getin Holding (wyłączenia), ale też przyniesie przychody w długim terminie. Na poziomie Noble Banku, wyniki będą widoczne jako przychód z pośrednictwa. Bank pobierał opłaty również za aneksowanie umów, zatem prowizja od tego typu współpracy z OF również wpłynie na wyniki. Dyskusyjną kwestią jest jednak sposób zaprezentowania danych.



## BZ WBK (Akumuluj)

**Cena bieżąca: 94 PLN      Cena docelowa: 101,8 PLN**
**Analityk: Marta Jeżewska**
**Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-06**

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	1 286,7	1 635,1	27,1%	1 514,7	-7,4%	1 486,3	-1,9%	Liczba akcji (mln)	73,0
Marża odsetkowa	3,5%	3,3%		2,7%		2,7%		MC (cena bieżąca)	6 858,3
WNDB	2 940,6	3 190,0	8,5%	2 739,0	-14,1%	2 847,3	4,0%	Free float	29,5%
Wynik operacyjny*	1 395,2	1 575,9	13,0%	1 133,8	-28,1%	1 225,4	8,1%		
Zysk brutto	1 391,4	1 211,4	-12,9%	270,3	-77,7%	540,1	99,9%		
Zysk netto	954,7	855,4	-10,4%	164,2	-80,8%	380,1	131,5%		
ROE	23,0%	18,4%		3,3%		7,2%		Zmiana ceny: 1m	25,2%
P/E	7,2	8,0		41,8		18,0		Zmiana ceny: 6m	-18,0%
P/BV	1,6	1,4		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	-42,5%
D/PS	6,0	3,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	180,0
Dywid (%)	6,4	3,2		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	64,5

\* przed kosztami rezerw



Nasze założenia w kwestii rezerw kredytowych w BZ WBK są bardzo konserwatywne i dyskontują negatywny scenariusz dla polskiej gospodarki, w szczególności dla branży nieruchomości w Polsce. Oczekujemy kosztów ryzyka na poziomie 864 mln PLN w 2009 roku i 685 mln PLN w 2010 roku. Oczekiwania zarządu w tym zakresie są bardziej optymistyczne. Na razie jednak brak jest przesłanek, które przełożyłyby się na zmianę naszego postrzegania rezerw w polskim sektorze bankowym. Jednocześnie informacja o planach sprzedaży aktywów, które posiada AIB, jednoznacznie podniosła spekulacje na temat sprzedaży BZ WBK. Uważamy, że inwestor strategiczny będzie starał się sprzedać swój pakiet z zyskiem, a wycena łącznej inwestycji w BZ WBK w księgach banku sięgała na koniec 2008 rok 104 PLN/akcję. Prognozujemy 78 mln PLN zysku netto w 1Q09. Stanowiłoby to solidny fundament pod realizację naszej całorocznej prognozy zysku na poziomie 164 mln PLN. Jednak na razie zbyt wcześnie jest rewidować roczną prognozę, gdyż ciągle widać przyspieszające tempo budowania się zależności nierregularnych w sektorze. Podtrzymujemy naszą pozytywną ocenę BZ WBK, jednak ze względu na wzrost kursu akcji o ponad 35% od czasu publikacji ostatniej miesięcznicy (2.04.09) oraz o 15% od ostatniego raportu nt. BZ WBK (7.04.09) obniżamy rekomendację z kupuj do akumuluj.

### AIB może sprzedać niektóre aktywa, by wesprzeć kapitał

AIB może sprzedać niektóre aktywa, aby wesprzeć swój kapitał o 1,5 mld EUR. Na rynku od razu pojawiły się spekulacje, że w grę może wchodzić sprzedaż BZ WBK i udziałów w amerykańskim M&T. Obecnie 24% udziałów, które AIB posiada w M&T wyceniane jest na giełdzie na 1,2 mld EUR. Irlandzcy analitycy wskazują, że w grę wchodzić może sprzedaż właśnie udziałów w M&T i BZ WBK. Jak na razie ani BZ WBK, ani AIB nie zdementowały tych spekulacji, chociaż przy okazji poprzednich takich doniesień rynek od razu dostawał jednoznaczny komentarz. Inni analitycy irlandzcy wskazują, że AIB może pozbyć się w pierwszej kolejności innych przedsięwzięć, jednak nie są pewni czy z takich transakcji uda się łącznie uzyskać zadawalającą kwotę. Komunikatowi o możliwej sprzedaży niektórych aktywów, towarzyszyło ogłoszenie umowy w ramach której AIB otrzyma od irlandzkiego rządu wsparcie w wysokości 3,5 mld EUR. W celu zabezpieczeniu banku przed dalszymi ewentualnymi sytuacjami „stresowymi” bank podejmie dalsze działania. W komunikacie stwierdzono, że chęć podniesienia kapitałów o 1,5 mld EUR stanowi korektę stanowiska AIB w stosunku do sprzedaży aktywów grupy. Jeśli rynek podejmie spekulację o sprzedaży BZ WBK, a AIB nie zdementuje tych doniesień (tak jak to miało miejsce przy poprzednich tego typu sytuacjach), można przypuszczać, że AIB zastanawia się nad sprzedażą. Obecnie pakiet akcji BZ WBK w rękach AIB wyceniany jest na 0,9 mld EUR (3,9 mld PLN). Jednak aby odnotować zysk AIB musiałby sprzedać udziały powyżej wyceny, którą ma w księgach. Na koniec 2008 roku inwestycje oraz goodwill z tytułu inwestycji w BZ WBK, pakietu akcji polskiego banku w rękach AIB (70,5%) wynosiła niespełna 1,3 mld EUR, co przy ówczesnym kursie EUR/PLN dawało wycenę na poziomie 104 PLN/akcję (25 EUR/akcję). Sprzedaż udziałów przy obecnej wycenie rynkowej uwalnia środki finansowe i wpływa na aktywa ważone ryzykiem, jednak nie podnosi bezpośrednio kapitałów AIB. Jeśli doszłoby do sprzedaży BZ WBK, chętni na pewno by się znaleźli. BZ WBK daje opcję wejścia w bank o znaczącym, stabilnym udziale w rynku. Posiada bardzo dobrą strukturę bilansu (kredyty/depozyty 83%), jest zabezpieczony kapitałowo. Naszym zdaniem w tym roku spowolnienie nie zagrazi poziomowi kapitałów, które obecnie posiada. Daje opcję wejścia na polski rynek przy relatywnie niskim koszcie. Nie stawiamy jednak na graczy krajowych. Uważamy, że stałoby się to obiektem przejścia inwestora zagranicznego.

### **Zamieszczenie z listem prezesa do pracowników**

Serwisy podały, że prezes BZ WBK w liście do pracowników stwierdził, że bank może zostać sprzedany. Rzeczywiście list został wysłany, ale jego treść była inna. W liście opisano komunikat jaki niedawno opublikował AIB. Prezes pisał tylko, że będą spekulacje medialne na temat sprzedaży banku i prosił, by uspokajali klientów. Jednak nie usłyszeliśmy zaprzeczenia ze strony inwestora strategicznego, a przy poprzednich takich medialnych doniesieniach zawsze dementowano spekulacje.

### **Poziom rezerw w 1Q09**

BZ WBK spodziewa się w 1Q09 roku wyższych rezerw R/R, ale powinny być one niższe niż w 4Q08. W całym 2009 roku rezerwy banku mogą być wyższe niż w minionym. Co do dynamiki rezerw w 1Q09, to jest to zgodne z naszymi oczekiwaniami. Bank utworzył w 4Q08 dość dużą rezerwę na IBNR, co dodatkowo zwiększyło poziom odpisów. Jednocześnie 2Q08 był jeszcze kwartałem dość dobrej koniunktury i banki nie tworzyły rezerw kredytowych. Trochę bardziej konserwatywna staje się postawa prezesa w zakresie kosztów ryzyka w całym 2009 roku. Mimo że na wynikach za 2008 rok bank mówił o kosztach w okolicy 100 pb, maksymalnie 150 pb., to obecne deklaracje zakładają rezerwy na poziomie minimum 123 pb. Nasza prognoza zakłada spadek portfela, co dodatkowo podwyższa koszty ryzyka w ujęciu procentowym, a nie nominalnym. Jednak jeśli bank ma w budżecie na 2009 rok wzrost portfela kredytów, to mimo że nominalnie rezerwy będą wyższe, koszt relatywny będzie w okolicach 100 pb. Tak naprawdę dopiero dalszy rozwój sytuacji wskaże nam jaki będzie poziom rezerw. Naszym zdaniem osiągnięcie 150 pb. ryzyka przez bank powinno zostać pozytywnie odebrane przez rynek. Bank eksponowany jest na znacznie wyższe koszty.

### **Prezes AIB ma ustąpić?**

Według Sunday Tribune prezes AIB jest pod presją, aby ustąpił ze stanowiska jeszcze przed majowym walnym zgromadzeniem akcjonariuszy. Trudno ocenić wiarygodność tych informacji. Zmiana na stanowisku szefa AIB mogłaby wpłynąć na zmianę pozycji BZ WBK w irlandzkiej grupie.

### **Znowu obniżą im rating?**

Agencja ratingowa Moody's obniżyła rating siły finansowej dla irlandzkich banków (w tym AIB), argumentując to ich rosnącymi stratami związanymi z kredytowaniem nieruchomości. Może to oznaczać, że w niedalekiej przyszłości zostanie obniżony również rating BZ WBK. Scenariusz dość prawdopodobny biorąc pod uwagę schemat działania agencji. Podtrzymujemy komentarze nt. rewizji ratingów: mają one odzwierciedlenie we wcześniejszych wynikach banków, zostały zdyskontowane przez rynek. Nie mają wpływu na bieżącą działalność banku, jednak w dłuższym horyzoncie mogą mieć wpływ na pozycję na rynku międzybankowym. Jednocześnie bank zgodnie z wcześniejszymi rekomendacjami zarządu w projekcie uchwał na ZWZA zamieścił zapis o niewypłacie dywidendy i przeznaczeniu całości zysków na poczet kapitałów banku.

### **Obniżył oprocentowanie depozytów**

BZ WBK 8 kwietnia na swoich stronach umieścił nowe cenniki depozytów. Skala obniżek sięgnęła od 25 - 50 pb i dotyczyła praktycznie podstawowej oferty banku w zakresie oszczędzania. Szybka reakcja na ruch największego banku detalicznego, PKO BP.

### **Bank stara się uniknąć zwolnień**

Program oszczędnościowy w ramach kosztów osobowych pozwoli ochronić 1,5 – 2 tys. miejsc pracy, zdaniem prezesa BZ WBK. Program już został wdrożony. Jednak część rozwiązań dopiero zostanie uaktywniona. Polega m.in. na: redukcji wynagrodzeń kadry menedżerskiej, w tym zarządu o ok. 40%, niewypełniania wakatów, wprowadzenia szczególnego systemu czasu pracy, co oznacza czasowe zmniejszenie wymiaru etatów, np. wykorzystanie urlopów bezpłatnych. Restrykcyjnie ograniczyliśmy też możliwość pracy w nadgodzinach, co da kilka milionów oszczędności. Stosowane jest również dość oryginalne rozwiązanie „przerwy w karierze” polegające na tym, że osoby, których sytuacja materialna na to pozwala, mogą czasowo zawiesić wykonywanie obowiązków służbowych. W tym czasie pracownik podlega ubezpieczeniu społecznemu, korzysta z takich przywilejów jak prywatna opieka zdrowotna i dostaje częściowe, około 20%, wynagrodzenie. Co ważne, ma też gwarancję powrotu do pracy. Na razie rozwiązania dotycząc br. czekamy na rezultaty działań.

### **Rezygnacja Członka Rady Nadzorczej**

Edward O'Leary złożył rezygnację z funkcji Członka RN banku z dniem 21 kwietnia 2009 bez podania przyczyny rezygnacji.





## Handlowy (Sprzedaj)

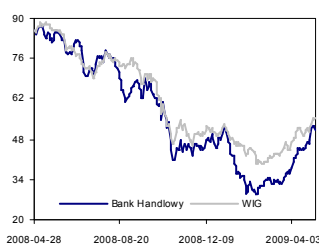
Cena bieżąca: 52,8 PLN    Cena docelowa: 36,9 PLN

Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-06

(m ln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkowy	1 204,4	1 365,8	13,4%	1 316,6	-3,6%	1 282,1	-2,6%	Liczba akcji (mln)	130,7
Marża odsetkowa	3,2%	3,3%		3,1%		3,1%		MC (cena bieżąca)	6 898,8
WNDB	2 447,1	2 315,1	-5,4%	2 206,2	-4,7%	2 225,3	0,9%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	990,3	912,0	-7,9%	823,3	-9,7%	792,2	-3,8%		
Zysk brutto	1 034,2	761,2	-26,4%	397,0	-47,8%	448,4	12,9%		
Zysk netto	824,2	599,4	-27,3%	314,5	-47,5%	355,2	12,9%		
ROE	15,0%	10,6%		5,5%		6,1%		Zmiana ceny: 1m	35,2%
P/E	8,4	11,5		21,9		19,4		Zmiana ceny: 6m	15,9%
P/BV	1,2	1,2		1,2		1,2		Zmiana ceny: 12m	-41,0%
D/PS	4,1	4,8		2,3		1,3		Max (52 tyg.)	87,3
Dywid (%)	7,8	9,0		4,3		2,5		Min (52 tyg.)	28,0

\* przed kosztami rezerw



Bardzo duża baza kapitałowa w relacji do posiadanych aktywów, korzystna struktura bilansu (kredyty/depozyty na poziomie 70%, udział kredytów w sumie bilansowej 33%), potencjał do utrzymania wyniku odsetkowego na podobnym poziomie co w rekordowym ubiegłym roku zostały już zdyskontowane przez rynek. Jednak wyniki banku znajdują się w tym roku pod presją spadających wolumenów kredytów i utraty udziałów rynkowych w depozytach na skutek selektywnego podejścia do oferowania konkurencyjnego oprocentowania depozytów dla klientów detalicznych i znacznej ekspozycji na segment depozytów korporacyjnych. Jednocześnie uważamy, że Bank Handlowy wciąż narażony jest na ryzyko zawiązywania istotnych rezerw z tytułu należności nieregularnych w segmencie korporacyjnym. Dane sektorowe za marzec'09 wskazują, że kredyty nieregularne korporacji wzrosły aż o prawie 3 mld PLN w ciągu miesiąca (stanowi to 1,2% całego portfela kredytów korporacyjnych). Zdecydowanie za wcześnie jest przyjmować bardziej optymistyczne scenariusze w relacji do naszych oczekiwań. Kurs akcji wzrósł o 46% od czasu naszej ostatniej miesięcznicy. Obniżamy rekomendację z trzymaj do sprzedaj.

### Ożywienie w kredytach konsumpcyjnych

S. Sikora, prezes Banku Handlowego, powiedział, że w 1Q09 większe ożywienie widać było po stronie kredytów konsumpcyjnych niż korporacyjnych. Jego zdaniem taka tendencja utrzyma się w całym 2009 roku. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami. Nasz scenariusz dla rynku zakłada, że portfel kredytów dla gospodarstw domowych wzrośnie, podczas gdy portfel kredytów korporacyjnych będzie spadał. Bank Handlowy nie ma w portfelu kredytów hipotecznych, zatem w segmencie detalicznym operuje tylko w obszarze consumer finance. Jest to korzystne w punktu widzenia marży odsetkowej banku. Przy szybko spadających stopach, bank był beneficjentem poszerzającego się spreadu między stałą stopą procentową kredytu konsumenckiego, a stopą rynkową. Portfel kredytów detalicznych stanowi prawie 41% kredytów ogółem. Pozostała część portfela to kredyty korporacyjne, gdzie bank ma możliwość renegotiacji poziomu marży. Jednak jest to proces, którego pełne efekty zobaczymy w 2H09. Bank ma najlepszą strukturę kredytów i bilansu (kredyty/depozyty 70%) do obrony marży odsetkowej netto (zakładamy spadek o 20 pb – dla sektora o 60 pb.). Jednak zarówno portfel kredytów konsumpcyjnych jak i korporacyjnych będą generowały w tym roku ponad przeciętne koszty ryzyka.





## ING BSK (Trzymaj)

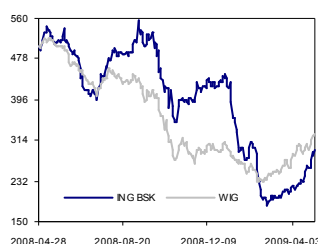
Cena bieżąca: 284 PLN    Cena docelowa: 273,3 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-06

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	1 047,9	1 152,0	9,9%	1 115,9	-3,1%	1 156,9	3,7%	Liczba akcji (mln)	13,0
Marża odsetkowa	2,1%	1,9%		1,7%		1,9%		MC (cena bieżąca)	3 694,8
WNDB	2 008,5	2 060,5	2,6%	2 042,3	-0,9%	2 315,1	13,4%	Free float	19,6%
Wynik operacyjny*	640,2	580,4	-9,3%	607,9	4,7%	820,3	34,9%		
Zysk brutto	787,0	563,1	-28,5%	104,6	-81,4%	504,7	382,4%		
Zysk netto	630,7	445,4	-29,4%	83,1	-81,4%	400,6	382,4%		
ROE	16,6%	11,1%		1,9%		8,9%		Zmiana ceny: 1m	34,2%
P/E	5,9	8,3		44,5		9,2		Zmiana ceny: 6m	-25,3%
P/BV	1,0	0,9		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	-42,2%
D/PS	27,9	11,7		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	557,0
Dywid (%)	9,8	4,1		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	182,1

\* przed kosztami rezerw



Bank ma istotną ekspozycję na segment korporacyjny w obszarze kredytów. Może być to źródłem wysokich rezerw w wynikach 2009 roku. ING BSK in plus wyróżnia się za to płynnością bilansu i możliwością jej wykorzystania w celu budowania pozycji w kredytach przy wyższych marżach niż okresie ostatniego boom'u. Jednak, aby to zrobić, zgodnie z zapowiedziami prezesa banku, konieczne będzie sięgnięcie po pożyczkę podporządkowaną. Do tej pory niski udział kredytów w sumie bilansowej pozwalał na utrzymywanie niskich kapitałów własnych w banku. Zapowiedzi ofensywy kredytowej mogą wpłynąć na istotną zmianę tych relacji. ING BSK wciąż prezentuje relatywne dyskonto względem Banku Handlowego (P/BV'09 na poziomie 0,9 vs. wskaźnik Banku Handlowego na poziomie P/BV'09 1,2). W dalszym ciągu widzimy potencjał wynikający z relatywnego przeważania ING BSK względem Banku Handlowego. Obniżamy jednak rekomendację z kupuj do trzymaj ze względu na wzrost wyceny banku od czasu naszego ostatniego raportu miesięcznego (2.04.09) o 37%.

### Bank sięgnie po pożyczkę podporządkowaną

Podczas ZWZA banku, prezes B. Bartkiewicz powiedział, że bank, aby utrzymać wyższą akcję kredytową niż w 2008 roku sięgnie po pożyczkę podporządkowaną. Jego zdaniem dalszy wzrost aktywności kredytowej wymusi na banku taką pożyczkę, po to aby współczynnik wypłacalności utrzymywał się na bezpiecznym poziomie przez cały rok. Odnosił się w wypowiedziach do wskazań KNF, aby ZWZA banku zdecydowało, zgodnie z wcześniejszymi rekomendacjami zarządu, aby cały ubiegłoroczny zysk przeznaczyć na zasilenie kapitałów własnych. KNF zaleca, aby banki starały się utrzymywać współczynnik wypłacalności na poziomie przekraczającym 10%. Bank skorzysta z zasilenia kapitałowego, w formie pożyczki podporządkowanej. Jednocześnie nie planuje głębszych oszczędności wewnątrz banku. Nie zakładaliśmy wzrostu kosztu finansowania z tytułu pożyczki podporządkowanej w strukturze bilansu banku. Uważamy jednak, że nie będzie miało to dużego negatywnego wpływu na wynik odsetkowy banku. Jednocześnie jeśli bank dzięki temu będzie w stanie zwiększać sumę bilansową i portfel kredytów, będzie mógł wykorzystać znaczną nadwyżkę depozytów nad kredytami.

### ZWZA banku

Na ZWZA zatwierdzono przekazanie całości zysku za 2008 rok na poczet kapitałów banku. Powołano również nową Radę Nadzorczą w składzie: Anna Fornalcyk, Ralph Hamers, Jerzy Hausner, Nicolaas Cornelis Jue, Tom Kliphuis, Mirosław Kośmider, Cornelis Leenaars, Wojciech Popiołek. Wszyscy nowo powołani członkowie Rady Nadzorczej pełnili funkcje w Radzie poprzedniej kadencji.

### Obligacje znów obniżą wynik banku, ale tym razem znacznie mniej

Wg informacji *Parkietu* negatywny wpływ portfela obligacji, który stał się źródłem strat w banku w 4Q08, również w 1Q09 przyniesie ujemną wycenę. Wg gazety sięgnie jednak kilkunastu milionów złotych (w 4Q08 290 mln PLN). Bank informował, że dokonał reklasyfikacji portfela obligacji w ramach aktywów, w celu uniknięcia zmienności wyceny portfela, co miało istotne przełożenie na wyniki kwartału. Naszym zdaniem strata wynikająca z reklasyfikacji wyniesie maksymalnie 20 – 30 mln PLN. Nie ma to już znaczenia dla wyników banku w 2009 roku.

### Inwestor strategiczny sprzedaje aktywa

Jan Hommen, szef ING, ogłosił plan sprzedaży dziesięciu z 15 spółek, za które grupa może dostać 6 – 8 mld EUR. Wyprzedaż ominie spółki ING działające w Polsce, a także te w Rumunii i w Turcji i oczywiście w krajach Beneluksu. Jeśli chodzi o ubezpieczenia, to ING chce się



skoncentrować na państwach Beneluksu, ale też na Europie Środkowej, Ameryce Łacińskiej, Azji i Stanach Zjednoczonych. Piony bankowości i ubezpieczeń mają być prowadzone oddzielnie, ale pod „parasolem” grupy ING. Holendrzy będą rozwijać bank internetowy ING Direct, ale rezygnują z bankowości detalicznej na Ukrainie. Zapowiedzieli przegląd firm sprzedających polisy na życie w Chinach i Japonii. Pozbędą się natomiast części ubezpieczeniowego biznesu w Stanach Zjednoczonych. Zdaniem specjalistów zajmujących się grupą ING podjęte działania w pierwszym kroku spadnie EPS i jednocześnie ryzyko, a w długim terminie pozwoli to zwiększyć zyskowność prowadzonych operacji. Pokazuje to, że międzynarodowe grupy finansowe widzą bardzo dobre perspektywy wzrostu na polskim rynku. Obecnie sprzedaż aktywów w Polsce mogłaby zostać zrealizowana być może nawet po bardziej korzystnych cenach niż sprzedaż innych aktywów.



## Kredyt Bank (Sprzedaj)

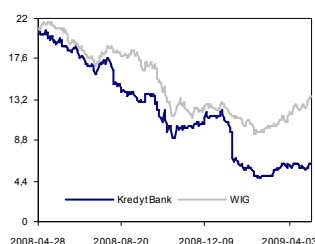
Cena bieżąca: 6,2 PLN      Cena docelowa: 4,1 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-03-05

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	871,5	1 059,9	21,6%	971,3	-8,4%	1 015,1	4,5%	Liczba akcji (mln)	271,7
Marża odsetkowa	3,5%	3,2%		2,6%		2,7%		MC (cena bieżąca)	1 695,2
WNDB	1 360,2	1 585,9	16,6%	1 465,8	-7,6%	1 535,8	4,8%	Free float	9,4%
Wynik operacyjny*	468,1	531,3	13,5%	468,4	-11,8%	527,6	12,6%		
Zysk brutto	499,7	421,1	-15,7%	13,6	-96,8%	63,3	364,4%		
Zysk netto	390,5	324,9	-16,8%	10,6	-96,8%	49,0	364,4%		
ROE	17,9%	13,2%		0,4%		1,8%		Zmiana ceny: 1m	0,2%
P/E	4,3	5,2		160,6		34,6		Zmiana ceny: 6m	-38,4%
P/BV	0,7	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-69,6%
D/PS	0,4	0,5		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	20,6
Dywid (%)	5,9	8,3		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	4,8

\* przed kosztami rezerw



Informacje wpływające na rynek na temat Kredyt Banku wpisują się w nasze oczekiwania. Bank wycofał się zupełnie z kredytów walutowych dla segmentu detalicznego (kredyty hipoteczne) oraz małych i średnich przedsiębiorstw. Głównym argumentem za tym był fakt, że osłabienie złotówki przekłada się na rewaluację ponad połowy portfela kredytowego banku. Kolejnymi negatywnymi informacjami są doniesienia o znacznym ograniczeniu tegorocznej akcji kredytowej. Wysoki wskaźnik kredyty/depozyty wskazuje na wysoki koszt finansowania, tym większy im bardziej bank będzie zmuszony do dywersyfikacji źródeł finansowania akcji kredytowej. Obecnie 11 mld PLN pasywów (28% aktywów) to finansowanie hurtowe od spółek zależnych inwestora strategicznego. Istotną informacją były również strategię nadzoru, że kilka banków notowanych na GPW odnotowało kwartalne straty. Ryzykiem dla naszej prognozy zysku netto dla banku na poziomie 4 mln PLN w 1Q09 są wyższe rezerwy. Uważamy, że w banku istnieje realne zagrożenie kwartalnej straty. Podtrzymujemy rekomendację sprzedaj.

### Rada Nadzorcza będzie rekomendowała brak dywidendy

Rada Nadzorcza Kredyt Banku zaakceptowała projekt uchwały na WZA, który przewiduje przeznaczenie całego zysku za 2008 rok na zwiększenie funduszy podstawowych banku. Zgodne z naszymi założeniami.

### Rezygnacja Członka Rady Nadzorczej

Z datą najbliższego ZWZA banku z funkcji Członka Rady Nadzorczej zrezygnował Pan Luc Philips.



## Millennium (Sprzedaj)

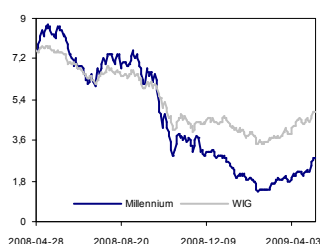
Cena bieżąca: 2,8 PLN      Cena docelowa: 1,7 PLN

Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-06

(m ln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkowy	771,7	980,9	27,1%	935,8	-4,6%	939,4	0,4%	Liczba akcji (mln)	849,2
Marża odsetkowa	2,8%	2,5%		2,0%		1,9%		MC (cena bieżąca)	2 360,7
WNDB	1 648,2	1 827,5	10,9%	1 634,0	-10,6%	1 668,9	2,1%	Free float	34,5%
Wynik operacyjny*	651,1	657,0	0,9%	489,8	-25,4%	588,8	20,2%		
Zysk brutto	584,6	521,8	-10,7%	5,8	-98,9%	97,7	1588,2%		
Zysk netto	461,6	413,5	-10,4%	4,6	-98,9%	77,4	1588,2%		
ROE	19,5%	15,5%		0,2%		2,7%		Zmiana ceny: 1m	46,4%
P/E	5,1	5,7		514,9		30,5		Zmiana ceny: 6m	-24,1%
P/BV	0,9	0,8		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	-64,7%
D/PS	0,2	0,2		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	8,7
Dywid (%)	6,1	6,8		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	1,4

\* przed kosztami rezerw



Korzystne z punktu widzenia Banku Millennium czynniki, tj. umocnienie złotówki względem CHF (kredyty hipoteczne) oraz EUR (wycena kontraktów terminowych klientów korporacyjnych) zostały już naszym zdaniem zdyskontowane przez obecną wycenę rynkową. Jednocześnie niewiele zmienia się na plus w kontekście otoczenia makroekonomicznego. Uważamy, że istnieje ograniczony potencjał do pozytywnego zaskoczenia po stronie przychodów. Wycena rynkowa zdyskontowała już planowane ograniczenie wydatków. Pozytywny wpływ na naszą wycenę miałyby trwałe, istotne umocnienie PLN, ustabilizowanie się tempa wzrostu należności nieregularnych oraz lepsze sygnały dotyczące płynności w bankach i nastrojów na rynku międzybankowym. Bank Millennium posiada znaczną ekspozycję kredytową na segment detaliczny, a ten naszym zdaniem pokaże wzrost należności nieregularnych w drugiej połowie roku (w opóźnieniu do rosnących wskaźników bezrobocia). Zatem wyniki 1Q09 mogą nie pokazać jeszcze pełnego obrazu kosztów ryzyka w banku w 2009 roku. Jednocześnie problemem cały czas jest wysoki koszt finansowania (agresywne pozyskiwanie depozytów, a dodatkowo konieczność refinansowania portfela walutowych kredytów hipotecznych). Ryzyka te cały czas pozostają aktualnym problemem w sektorze. Ze względu na wzrost wyceny akcji o 54% w ciągu miesiąca obniżamy naszą rekomendację z trzymaj do sprzedaj.

### Moody's umieściła ratingi depozytowe na liście obserwacyjnej

Agencja Moody's umieściła ratingi depozytowe A3/Prime-2 Banku Millennium na liście obserwacyjnej z możliwością obniżenia. Moody's podał, że decyzja ta wynika z możliwością obniżenia ratingu siły finansowej jego właściciela, BCP. Kolejny przykład banku, któremu grozi obniżenie ratingu nie na skutek własnych działań, a sytuacji spółki matki. Ratingi opierają się na bieżącej sytuacji banku, zatem zostały już zdyskontowane przez rynek. Kolejne obniżenia ratingów mogą jednak mieć wpływ na pozycję banku na rynku międzybankowym.

### Oczekują spadku jakości kredytów hipotecznych

Bank przyznaje, że liczy się ze spadkiem jakości kredytów hipotecznych w swoim portfelu, mimo że jak na razie nie zaobserwował zwiększonych problemów kredytobiorców ze spłatą rat. Naszym zdaniem pogorszenie jakości kredytów hipotecznych będzie wynikało z rosnącej stopy bezrobocia. Widać już, że bezrobocie rośnie, jednak jakość kredytów reaguje na takie zjawiska z opóźnieniem. Oczekujemy, że pogorszenie się jakości kredytów hipotecznych na skutek osłabienia złotówki będzie miało marginalny wpływ na jakość kredytów (skutki osłabienia PLN zostały zneutralizowane przez obniżki stóp). Będzie miało jednak znaczenie przy tworzeniu rezerw (od LTV zależy bowiem skala rezerwy jaką trzeba utworzyć).

### UOKiK skierował do sądu pozew przeciw Bankowi Millennium

Zdaniem urzędu w umowach o kredyt hipoteczny brak jest m.in jasnych zasad obliczania kursu walut. "Umowy odsyłały kredytobiorców do kursów ogłaszanych w tabeli kursów walut obcych banku, bez dokładnego sprecyzowania na jakich zasadach bank ustala ogłaszane w swojej tabeli kursy" - napisano w komunikacie. UOKiK podał, że zakwestionował również klauzulę nieprecyzyjnie określającą sytuację, w której bank może zażądać ustanowienia dodatkowego zabezpieczenia kredytu i zlecenia badania stanu prawnego oraz określenia wartości rynkowej nieruchomości stanowiącej przedmiot zabezpieczenia na koszt konsumenta. Wątpliwości UOKiK budzą także zapisy w umowach o kredyty hipoteczne, dzięki którym bank ma prawo zmienić cennik zawierający opłaty i prowizje związane z kredytem, jeżeli wystąpi jedna ze wskazanych przez niego przyczyn. Ostra postawa UOKiK i KNF zawęża pole manewru bankom. Te które bardzo agresywnie budowały portfel kredytów hipotecznych przy niskich



marżach są obecnie w trudnej sytuacji. Jednak działania urzędów kierują się w stronę konsumenta. Podobne kroki mogą zostać podjęte w stosunku do innych banków.



## Pekao (Akumuluj)

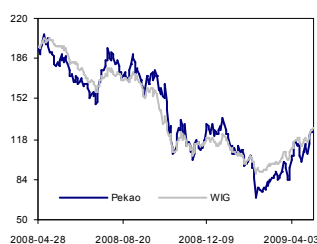
Cena bieżąca: 123,6 PLN Cena docelowa: 129,9 PLN

Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-06

(m ln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkowy	4 323,0	4 509,5	4,3%	4 283,2	-5,0%	4 280,7	-0,1%	Liczba akcji (mln)	262,2
Marża odsetkowa	3,6%	3,5%		3,2%		3,1%		MC (cena bieżąca)	32 409,5
WNDB	8 314,2	7 578,2	-8,9%	7 227,9	-4,6%	7 421,9	2,7%	Free float	36,7%
Wynik operacyjny*	4 509,5	4 535,0	0,6%	3 582,1	-21,0%	3 694,7	3,1%		
Zysk brutto	4 342,4	4 346,0	0,1%	1 707,9	-60,7%	2 408,2	41,0%		
Zysk netto	3 547,2	3 528,0	-0,5%	1 370,5	-61,2%	1 937,7	41,4%		
ROE	23,1%	23,0%		8,2%		10,6%		Zmiana ceny: 1m	33,6%
P/E	9,1	9,2		23,6		16,7		Zmiana ceny: 6m	-0,8%
P/BV	2,2	2,0		1,9		1,7		Zmiana ceny: 12m	-37,0%
D/PS	9,0	9,6		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	205,7
Dywid (%)	7,3	7,8		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	67,9

\* przed kosztami rezerw



Czynniki takie jak płynny bilans (kredyty/depozyty 91%), wysoki współczynnik wypłacalności na poziomie 11,1%, długa pozycja w walucie (więcej depozytów walutowych niż pasywów walutowych), brak zaangażowania w walutowe kredyty hipoteczne oraz konserwatywne podejście do rozwoju biznesu w ciągu ostatnich kilku lat przemawiają za inwestycją w bank Pekao. Konserwatywne podejście do ryzyka może obniżyć potencjalny poziom rezerw dla banku, jednak pozostajemy konserwatywni w ocenie tego czynnika (Ukraina, ekspozycja na segment korporacyjny, kredyty konsumpcyjne). Silna pozycja kapitałowa i płynny bilans może wręcz pomóc w odbudowaniu traconych wcześniej udziałów rynkowych. Bank może pozostać selektywny, dyktować wyższe ceny usług, jednak dalej oferować kredyt w momencie gdy inne banki nie będą mogły pozwolić sobie na wzrost RWA. Ze względu na wzrost kursu akcji od naszej ostatniej miesięcznicy o ponad 48%, obniżamy zalecenie z kupuj do akumuluj.

### Fitch obniżył ratingi dla Pekao

Na skutek obniżenia ratingów dla UniCredit, obniżone zostały ratingi dla Pekao. Długoterminowy rating został obniżony do „A-” z „A”, krótkoterminowy do „F2” z „F1” oraz indywidualny do „C” z „B/C”. Swoją decyzję o obniżeniu ratingów dla inwestora strategicznego polskiego banku analitycy Fitch Rating uzasadnili rosnącą wrażliwością UniCredit na potencjalne wstrząsy finansowe w Europie Środkowej i Wschodniej oraz na obszarze Wspólnoty Niepodległych Państw, gdzie włoski bank jest obecny przez liczne spółki zależne. Ratingi odzwierciedlają zmiany sytuacji podmiotów, po uwzględnieniu faktów, które miały miejsce w otoczeniu lub wewnętrznej strukturze podmiotów. Obecnie przyczynami obniżania ratingów polskich banków są głównie wyprzedzające ruchy w stosunku do ratingów inwestorów strategicznych.

### Odwołanie Członka Zarządu Pekao

Rada Nadzorcza odwołała w dniu 17 kwietnia br. Panią K. Niezgodę – Walczak ze stanowiska Wiceprezesa Zarządu Banku. Odpowiadała za zarządzanie zasobami ludzkimi.





## PKO BP (Akumuluj)

Cena bieżąca: 28,4 PLN    Cena docelowa: 29,6 PLN

Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-06

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	4 646,6	6 127,3	31,9%	5 097,9	-16,8%	5 391,0	5,8%	Liczba akcji (mln)	1 000,0
Marża odsetkowa	4,4%	5,0%		3,7%		3,7%		MC (cena bieżąca)	28 400,0
WNDB	7 444,7	9 186,3	23,4%	7 956,8	-13,4%	8 370,5	5,2%	Free float	43,1%
Wynik operacyjny*	3 661,5	5 182,0	41,5%	3 880,8	-25,1%	4 178,8	7,7%		
Zysk brutto	3 609,2	4 192,2	16,2%	1 333,4	-68,2%	1 746,6	31,0%		
Zysk netto	2 903,6	3 300,6	13,7%	1 067,4	-67,7%	1 404,9	31,6%		
ROE	26,4%	25,3%		7,3%		8,8%		Zmiana ceny: 1m	24,4%
P/E	9,8	8,6		26,6		20,2		Zmiana ceny: 6m	-8,0%
P/BV	2,4	2,0		1,9		1,7		Zmiana ceny: 12m	-39,0%
D/PS	1,0	1,1		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	52,5
Dywid (%)	3,5	3,8		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	18,9

\* przed kosztami rezerw



PKO BP jest obecnie najlepiej pozycjonowanym bankiem, jeśli chodzi o dostęp do rosnącej bazy depozytowej. Uważamy, że 2009 rok będzie serią danych o rosnących udziałach banku w segmencie depozytów detalicznych. Można mieć do niego pretensje o nasilenie wojny depozytowej, bo z nową ofertą depozytów (zapowiadana zresztą jeszcze wiosną ub.r., zanim problem płynności stał się problemem) wkroczył w sam środek kryzysu, który nastąpił po bankructwie Lehman Brothers. Obecnie relacja kredyty/depozyty sięga w banku 98%, co było skutkiem rewaluacji walutowego portfela kredytów hipotecznych. Uważamy, że w ciągu roku wskaźnik ten obniży się do poziomu 91% i pozostanie w tych okolicach w długim terminie. Dobra ekspozycja na segment detaliczny, ograniczone zaangażowanie w segment korporacyjny, wysoka efektywność działania (CIR na poziomie 45%), stabilny współczynnik wypłacalności (11,3%) dają bankowi duży potencjał rozwoju. In minus odnotowujemy ekspozycję na Ukrainę, która już w 4Q08 przyniosła 246,3 mln PLN w poczet rezerw i 76,4 mln PLN wartości firmy. Aby bank skonsumował całą nadwyżkę operacyjną prognozowaną na 2009 rok (3,9 mld PLN, -25% R/R), koszty ryzyka musiałyby sięgnąć 3,7%. Ze względu na dobre zachowanie się kursu akcji w ciągu ostatniego okresu obniżamy rekomendację z kupuj do akumuluj.

### Emisja akcji – 4 – 5 mld PLN świeżego kapitału

Wiceminister Skarbu, J. Schmid, powiedziała, że Ministerstwo do końca 2009 r. planuje przeprowadzić emisję akcji PKO BP. Nie potwierdziła jednak doniesień rynkowych, że emisja miałyby nastąpić w lipcu br. Emisja może mieć wartość 4 – 5 mld PLN. Będzie to nowa emisja z prawem poboru dla inwestorów prywatnych, jak i dla Skarbu Państwa. Akcje w imieniu skarbu obejmie BGK. Razem Skarb Państwa i BGK będą miały ponad 51% akcji banku. Dokapitalizowanie PKO BP po to, by zwiększył akcję kredytową, może pomóc mu umocnić pozycję na rynku bankowości korporacyjnej. PKO BP jest liderem, w obsłudze klientów indywidualnych. Nie ograniczy to zdolności kredytowej BGK i nie oznacza też przygotowania do połączenia obu tych banków. Zarząd chciałby, aby stał się to jeszcze w tym roku. Cel dokapitalizowania PKO BP jest jasno sprecyzowany. Nowe fundusze mają służyć zwiększaniu akcji kredytowej. Naszym zdaniem przełożenie emisji o kilka miesięcy nie zmieni istotnie pozycji PKO BP. Wcześniejsza emisja może jednak wpłynąć na zainteresowanie polskim rynkiem szerszej grupy zagranicznych inwestorów. Podtrzymujemy opinię, że emisja będzie korzystna dla PKO BP w dłuższym horyzoncie czasowym. Bank, dzięki wyższej bazie kapitałowej zyska przewagę konkurencyjną nad innymi bankami i będzie posiadał odskocznnię, która pozwoli mu korzystać z kolejnego ożywienia w gospodarce. Bank obecnie ma bardzo przyzwoite wskaźniki wypłacalności, a jako największy bank detaliczny może mieć dostęp do środków klientów. W krótkim terminie negatywnie na wskaźniki wpłynie rozwodnienie EPS i spadek ROE. Jednocześnie bezpośrednie zaangażowanie Skarbu Państwa w banku ulegnie rozwodnieniu i przestanie obowiązywać ustawa kominowa (zachęta dla wielu dobrych menedżerów na rynku).

### PKO BP obniża oprocentowanie depozytów

Od 7 kwietnia br. w banku zaczęły obowiązywać nowe stawki oprocentowania produktów depozytowych. Obecnie konto oszczędnościowe oprocentowane jest na poziomie 4,5% dla kwot do 20 tys. PLN (poprzednio 5%) i 5,05% dla kwot powyżej 50 tys. PLN (wcześniej 5,5%). Trzymiesięczna lokata oprocentowana jest na 5% (poprzednio 5,5%), lokata sześciomiesięczna z oprocentowaniem zmiennym na 5,05% (poprzednio 5,75%), a z oprocentowaniem stałym na 4,9% (poprzednio 5,5%), lokata dwunastomiesięczna na 4,8% (poprzednio 5%). Bank zrewidował również oprocentowanie standardowych lokat do ROR-ów i innych rachunków. Poprzednia obniżka miała miejsce w lutym br. Skala rewizji oprocentowania sięgnęła 50 – 70

pb. Dalej widoczne jest spadające oprocentowanie na coraz dłuższych okresach lokat. Trudno ocenić obecne ceny depozytów jako korzystne na tle WIBOR 3M (4,16%), jednak powoli największy bank detaliczny zaczyna dopasowywać się do rynkowych stóp procentowych i podążać za decyzjami NBP. Jak na razie depozyty i tak są najtańszą dostępną na rynku formą finansowania akcji kredytowej.

### **Kredyt Alicja – korzystny dla klienta wyrok w sądzie apelacyjnym**

Gazeta pisze, że zapadł precedensowy prawomocny wyrok w sprawie kredyt mieszkaniowego „Alicja”, który bank skończył oferować 8 lat temu. Klienci domagają się umorzenia części długu. Spłaca go wciąż ok. 15 tys. klientów państwowego banku. Problemem okazała się konstrukcja kredytu, w której zaszyto mechanizm łagodzący szalejącą w latach 90. inflację. Klient spłacał co miesiąc tylko część naliczonych przez bank odsetek, reszta była dopisywana do kapitału. Przez to raty były niskie i nawet osoby o przeciętnych dochodach miały zdolność kredytową. Niestety, skutkiem ubocznym jest to, że wielu klientów do dziś tonie w długach. Bank proponuje co najwyżej zamianę „Alicji” na zwykły kredyt hipoteczny, z zachowaniem dotychczasowego stanu zadłużenia. Sąd w prawomocnym wyroku powołał się na zapis kc. : „kontrakt obiektywnie niewykonalny z powodu istniejących w chwili jego zawierania przeszkód faktycznych jest nieważny”. Sąd pierwszej instancji odrzucił pozew klienta. Bank nie zmierza składać skargi kasacyjnej. Kredyty stanowią 20 pb bankowości hipotecznej banku. Portfel na koniec roku wynosił 41 mld PLN. Portfel „Alicja” sięga zatem poniżej 100 mln PLN. Jak na razie opisany przez gazetę przypadek można traktować jako jednostkowy. Nawet jeśli założymy, że wszyscy klienci będą się domagali potraktowania w myśl wyroku sądu nie będzie to miało materialnego przełożenia na wyniki banku. W związku z tym, że obecni klienci spłacają tak naprawdę odsetki narastające przez lata (zgodnie z mechanizmem produktu spłacili oni już początkowy kapitał i odsetki w normalnej skali), to nie oznacza to odpisów dla banku.

### **Kredobank – dalej ciężko, ale trochę lepiej**

Z informacji „PB” wynika, że ukraińska jednostka zależna PKO BP jeszcze w styczniu zamknęła się stratą, ale w lutym i marcu wypracowała już zysk. Niestety w całym 1Q09 będzie strata. Sytuacja powoli się stabilizuje. Przybywa klientów detalicznych i firm. Zatrzymano również trend spadkowy w depozytach. Obecnie zarząd banku pracuje nad nową strategią. Głównym założeniem jest zwiększenie efektywności oddziałów. Naszym zdaniem skala kosztów ryzyka kredytowego na Ukrainie nie powtórzy się już w 2009 roku, jednak wciąż rezerwy na Ukrainie będą wysokie. Do tej pory PKO BP zainwestowało sporo w ukraińską jednostkę, jednak na razie zwrot na tej inwestycji należałoby odłożyć w czasie.

### **Kredobank**

Zdaniem M. Chyczewskiego, nowego wiceprezesa Kredobanku i jednocześnie byłego wiceministra skarbu, jeśli koniunktura gospodarcza na Ukrainie poprawi się, to borykająca się z kłopotami ukraińska jednostka zależna PKO BP, będzie miała przed sobą bardzo dobre perspektywy. Według niego, celem Kredobanku jest obecnie uporanie się z pogarszającym się portfelem kredytów oraz uniezależnienie się od finansowania ze strony swego większościowego akcjonariusza. Trudno nie zgodzić się z tym stwierdzeniem. Jednak ważniejszym pytaniem jest to, kiedy zwróci się inwestycja w ukraiński bank.

### **Dokapitalizowano Kredobank**

PKO BP dokapitalizował ukraiński bank, podwyższając kapitał 1,55 mld PLN (190 mln USD).

### **Zmiany w składzie Rady Nadzorczej**

NWZA banku powołało w skład RN Jacka Gdańskiego, Błażeja Lepczyńskiego, Jerzego Stachowicza i Cezarego Banasińskiego. Kandydatury pierwszych trzech zostały złożone przez Skarb Państwa, natomiast Banasińskiego przez PZU OFE. Ze składu rady nadzorczej na wniosek skarbu państwa został odwołany Roman Sobiecki i Urszula Pałaszek, a na wniosek PZU OFE Jerzy Osiatyński. Z RN zrezygnował Eligiusz Jerzy Krześniak. Skarb Państwa określił liczbę członków rady nadzorczej na siedem osób, czyli tyle samo, ile było poprzednio. Znaczące zmiany. Czekamy na dalszy rozwój wydarzeń.

### **Dodatkowe odpisy na opcje w sprawozdaniu rocznym**

Bank miał 3,12 mld PLN zysku netto w 2008 roku, a nie 3,3 mld PLN jak wynikało ze sprawozdania za 4Q08. Niższy zysk wynikał z weryfikacji poziomu rezerw, które podniesiono z 1 mld PLN do 1,13 mld PLN oraz zaksięgowania w przychodach korekty wyceny instrumentów finansowych zawartych z niefinansowymi podmiotami gospodarczymi w wysokości -89,8 mln PLN, pomniejszająca kwotę wykazaną w raporcie po 4Q08 (-30,3 mln PLN) do poziomu -120,1 mln PLN. Dodatkowe odpisy na rezerwy (wynikające z pogorszenia sytuacji ekonomiczno-finansowej podmiotów gospodarczych, głównie w związku z ujemną dla klienta wyceną pozycji w instrumentach pochodnych, zajętych w kilku bankach) w wysokości -125 mln PLN, wobec -50 mln PLN ujętych w raporcie po 4Q08, co łącznie daje kwotę -175 mln PLN. Bank poinformował również w raporcie, że odpis wartości Kredobanku na Ukrainie (76,4 mln

PLN) dotyczył całości goodwill'u w księgach PKO BP. Negatywna informacja, jednak dotycząca danych historycznych. Pokazuje, że PKO BP ma znaczne odpisy na opcje (w sumie 120 mln PLN ujemnej wyceny) oraz aż 175 mln PLN rezerw na kredyty tego typu klientów. W momencie rozliczenia kontraktów bank może mieć możliwość rozwiązania części rezerw. Po uwzględnieniu dodatkowych strat uwzględnionych w rocznym sprawozdaniu, a odnoszących się bezpośrednio do wydarzeń 4Q08 (Ukraina, opcje), wynik kwartalny netto wynosiłby 368 mln PLN, wynik brutto 509 mln PLN, koszty ryzyka sięgnęłyby 702 mln PLN i wynosiły 2,9% portfela kredytów. Na obecną chwilę podtrzymujemy nasze prognozy zysku na 2009 rok w wysokości niespełna 1,1 mld PLN. Ryzyko pojawienia się strat kredytowych jest bardzo wysokie. Zakładamy, że w 2009 roku koszty ryzyka w PKO BP sięgną 2,5% w skali roku (w 2008 roku, po weryfikacji było to 1,3%). Współczynnik wypłacalności w banku po weryfikacji wyniku i uwzględnieniu całorocznego zysku wynosił 11,29%, zatem bank ma jeszcze potencjał do akcji kredytowej, biorąc pod uwagę nadwyżkę operacyjną przed rezerwami, która pozwala mu finansować oczekiwane straty kredytowe.

### **PKO BP przestał tracić udziały w rynku kredytów detalicznych w 1Q09**

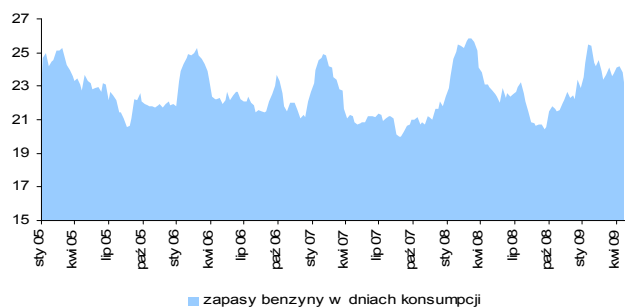
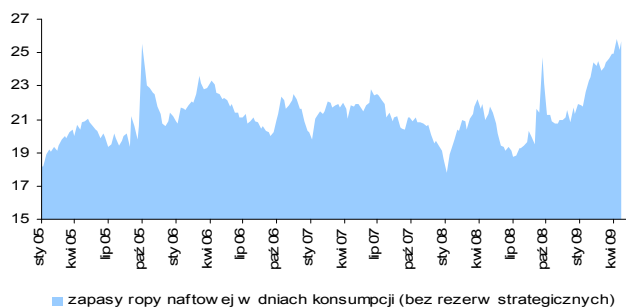
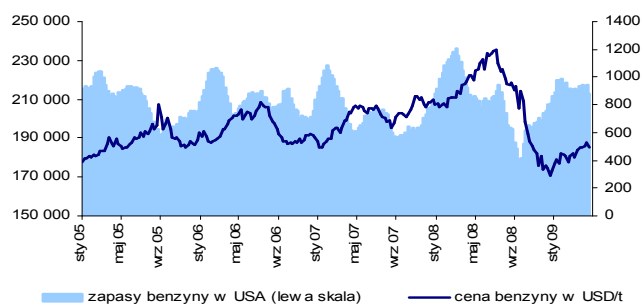
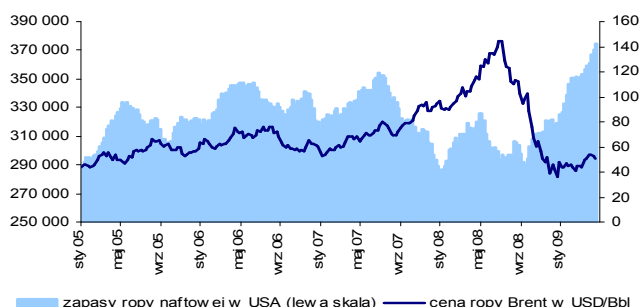
PKO BP ocenia, że w 1Q09 zahamował spadek udziałów w rynku kredytów detalicznych. Początek roku przyniósł także dalszy wzrost udziałów w rynku depozytów detalicznych. Wiceprezes podał, że bank sprzedał więcej kredytów konsumpcyjnych niż hipotecznych. W okresie pierwszych trzech miesięcy 2009 roku sprzedaż kredytów hipotecznych wyniosła 1,45 mld PLN, natomiast konsumpcyjnych 1,82 mld PLN. W samym marcu bank sprzedał kredyty hipoteczne za ponad 600 mln PLN (z czego 98% w PLN), podczas gdy w lutym za 348,2 mln PLN, a w styczniu za 496,6 mln PLN. W strukturze udzielonych kredytów konsumpcyjnych w tym okresie 1,38 mld PLN stanowiły kredyty dla detalu, a 680,2 mln PLN dla segmentu klientów bankowości osobistej i prywatnej. Dobre informacje. Bank dość szybko przestawił maszynę sprzedażową z hipotek na bardziej dochodowe kredyty konsumpcyjne, które dodatkowo mają znacznie krótsze terminy zapadalności. Dzięki temu łatwiej jest dopasować terminy zapadalności do pozyskiwanych środków na akcję kredytową. Wyższe ryzyko związane z kredytami konsumpcyjnymi jest uwzględnione w ich bieżącej cenie. Sprzedaż 1Q09 dla segmentu detalicznego stanowi jednak zaledwie 3% portfela kredytów netto na koniec 4Q08. Po sprzedaży kredytów hipotecznych widoczne jest ożywienie w marcu, co być może spowodowane jest ustabilizowaniem się sytuacji na rynkach. Jednocześnie dalej są to wolumeny sprzedaży znacznie niższe niż ubiegłoroczne.

## Sektor rafinerijno-gazowy, chemia

### Zapasy ropy w USA nadal w górę, ale bez wpływu na ceny

W kwietniu ponownie obserwowaliśmy wzrost zapasów ropy w USA o kolejne 15 mln baryłek (+4% w stosunku do 31 marca), a głównej tego przyczyny należy naszym zdaniem upatrywać w nieznacznym spadku popytu na paliwa (-2% m/m) przy ponad 3% wzroście średniego dziennego importu. Rafinerie amerykańskie nadal nie zwiększały produkcji i wykorzystywały około 82% swoich mocy (rok temu wskaźnik ten wyniósł prawie 84%). Podaż produktów była więc mocno ograniczona (pozytywnie wpływało to na poziom cracków) i zapasy benzyny oraz diesla były bardzo wrażliwe na wahania wolumenów importowych (dobrą ilustracją może stanowić ostatni tydzień kwietnia w którym rezerwy benzyny spadły aż o 4,7 mln baryłek ze względu na skokowy spadek dostaw morskich). W naszej opinii ujemna dynamika konsumpcji paliw w USA nie powinna się już pogłębiać w ujęciu r/r i w tym kontekście poziom rezerw będzie w dużej mierze zależny od sytuacji w Azji. W przypadku scenariusza ożywienia gospodarczego w tamtym regionie w 2H'09, bardzo wysokie amerykańskie rezerwy ropy mogą być w krótkim czasie zredukowane poprzez ograniczenie importu paliw i związany z tym wzrost produkcji w amerykańskich rafineriach.

### Zapasy ropy i benzyny w USA



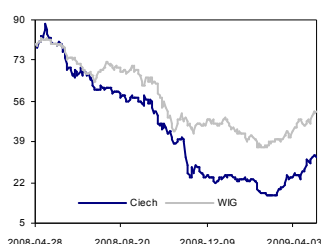
Źródło: opracowanie DI BRE na podstawie Departamentu Energii



## Ciech (Trzymaj)

**Cena bieżąca: 33 PLN      Cena docelowa: 30,2 PLN**
**Analitik: Kamil Kliszcz**
**Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-06**

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 415,0	3 792,3	11,0%	3 759,8	-0,9%	3 836,8	2,0%	Liczba akcji (mln)	28,0
EBITDA	492,8	475,5	-3,5%	473,7	-0,4%	519,3	9,6%	MC (cena bieżąca)	924,0
marża EBITDA	14,4%	12,5%		12,6%		13,5%		EV (cena bieżąca)	2 476,1
EBIT	313,5	266,7	-14,9%	251,7	-5,6%	272,6	8,3%	Free float	35,6%
Zysk netto	-31,5	69,0		105,6	53,0%	118,4	12,2%		
P/E		13,4		8,7		7,8		Zmiana ceny: 1m	33,1%
P/CE	6,2	3,3		2,8		2,5		Zmiana ceny: 6m	-17,7%
P/BV	0,9	1,0		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	-59,7%
EV/EBITDA	4,3	5,5		5,2		4,9		Max (52 tyg.)	88,7
Dywid (%)	6,4	6,3		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	16,4



**Akcje Ciechu w kwietniu zachowywały się znacznie lepiej niż szeroki indeks WIG rosnąc aż o 34%. W naszej opinii pozytywne aspekty otoczenia sygnalizowane w naszym ostatnim raporcie analitycznym (poprawa marż w segmencie sodowym, stabilizacja wolumenów w organice) zostały już przez rynek zdyskontowane. Bardzo dobre wyniki jakich oczekujemy w 1Q'09 również nie powinny stanowić już zaskoczenia z uwagi na ostatnie optymistyczne wypowiedzi Prezesa Kunickiego. Nasza cena docelowa została już przekroczone i dlatego obniżamy rekomendację z kupuj do trzymaj. Potencjał do podniesienia przez nas prognoz i wyceny w przyszłości nadal istnieje, aczkolwiek przy obecnej niepewności na rynku uważamy iż jest na to za wcześnie (kwestia oceny na ile obecne ożywienie popytu będzie miało trwały charakter).**

### Problemy z płynnością spółek zależnych?

Prasa dotarła do wewnętrznego dokumentu Spółki, z którego wynika iż spółki zależne Zachem, Vitrosilicon oraz zakłady z dywizji sodowej zgłosiły w 1Q'09 zapotrzebowanie na dodatkowe środki obrotowe w kwocie 140 mln PLN. Finansowanie zostało zorganizowane w ramach grupy z nadwyżek w innych spółkach, które wyniosły 395 mln PLN (m.in. poprzez emisję obligacji do spółek zależnych z nadpłynnością). Ciech twierdzi, że te operacje mieszczą się w kategorii zarządzania płynnością całej grupy, a ta nie ma problemów z finansowaniem swojej działalności. W naszej opinii te transakcje powinny być traktowane właśnie jako centralne zarządzanie płynnością w ramach Grupy (podobny model wykorzystuje np. Orlen emitując obligacje do Anwilu). Nie widzimy obecnie zagrożenia dla płynności Grupy Ciech.

### Prezes o wynikach 1Q

Ryszard Kunicki poinformował, że wynik pierwszego kwartału jest dobry i w kontekście konsensusu na poziomie 22 mln PLN zysku netto, Ciech może pozytywnie zaskoczyć rynek. Jeśli wyniki za 1H'09 będą satysfakcjonujące, a wiele na to wskazuje, to Spółka może nie będzie musiała przesuwac inwestycji tak jak planowała pierwotnie na początku roku. Według Prezesa wolumeny sprzedaży utrzymują się na wysokich poziomach i Ciech całość produkcji plasuje na rynku. W 2Q'09 Spółka powinna sfinalizować transakcję sprzedaży kawern na 27 mln EUR. Prezes Robert Bednarski dodał, że negocjacje z bankami w sprawie restrukturyzacji zadłużenia idą w dobrym kierunku, ale ze względu na skomplikowany charakter zaproponowanego przez Spółkę rozwiązania zamknięcie tego procesu nastąpi raczej po wakacjach. Nasza prognoza zysku netto na 1Q'09 to 52 mln PLN, tak więc kształtuje się ona powyżej konsensusu. Pozytywnym zaskoczeniem jest kwota, którą Ciech chce uzyskać za kawerny, gdyż w naszych prognozach zakładaliśmy że w 2Q przychody z tego tytułu wyniosą 75 mln PLN, a wpływ na EBIT sięgnie 45 mln PLN. Jeśli rzeczywiście uda się sprzedać kawerny za 118 mln PLN to nasza roczna prognoza EBIT wzrośnie o 43 mln PLN.

### Korekty w raporcie rocznym

W raporcie rocznym Spółka dokonała obniżenia zysku netto w stosunku do raportu za 4Q z 69 mln PLN do 44,5 mln PLN. Na to przeszacowanie złożyły się odpisy aktualizujące na -6 mln PLN (nieruchomość przy Powązkowskiej, środki trwałe w US Govora), odpisy wartości zapasów w Zachemie (-7,5 mln PLN), rezerwy środowiskowe (-9,9 mln PLN) oraz zmiana sposobu księgowania zysku ze sprzedaży kawern (-5,5 mln PLN). Negatywne efekty zostały w części zrównoważone przez obniżenie amortyzacji o 11 mln PLN. Na poziomie EBITDA wynik został więc obniżony o 21 mln PLN, a zysk netto o 24,5 mln PLN.





## Lotos (Kupuj)

**Cena bieżąca: 16,9 PLN    Cena docelowa: 26,7 PLN**
**Analityk: Kamil Kliszcz**
**Data ostatniej aktualizacji: 2009-03-09**

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	13 125,1	16 316,3	24,3%	12 165,8	-25,4%	19 029,5	56,4%	Liczba akcji (mln)	113,7
EBITDA	1 019,9	174,7	-82,9%	959,2	449,0%	1 207,0	25,8%	MC (cena bieżąca)	1 918,1
marża EBITDA	7,8%	1,1%		7,9%		6,3%		EV (cena bieżąca)	7 490,4
EBIT	713,7	-141,6		544,4		507,9	-6,7%	Free float	41,2%
Zysk netto	777,2	-475,7		241,9		352,7	45,8%		
P/E	2,5			7,9		5,4		Zmiana ceny: 1m	0,7%
P/CE	1,8			2,9		1,8		Zmiana ceny: 6m	-13,2%
P/BV	0,3	0,4		0,3		0,3		Zmiana ceny: 12m	-49,6%
EV/EBITDA	2,6	31,5		7,8		7,7		Max (52 tyg.)	34,6
Dyield (%)	2,1	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	7,3



**Kwiecień przyniósł na akcjach Lotosu odpoczynek po mocnych marcowych wzrostach i wydaje się, że w najbliższych tygodniach nadal może brakować krótkoterminowych impulsów do wzrostu kursu, tym bardziej, że raport za 1Q przyniesie wysoką stratę netto. Zwracamy jednak uwagę, że w znacznej części taki słaby rezultat na początku roku będzie przede wszystkim wynikał z przeprowadzanego remontu oraz ujemnych różnic kursowych, które mogą być odwrócone już w 2Q (przy kontynuacji obecnych tendencji na walutach). W tym kontekście podtrzymujemy pozytywną rekomendację. W naszej opinii ewentualne spadki na wynikach będą stanowiły dobrą okazję do zakupów.**

### Prezes o zapasach i 1Q'09

Wiceprezes Mariusz Machajewski w wywiadzie dla PAP powiedział, że 1Q'09 był mocno zróżnicowany pod względem otoczenia rafineryjnego. Po bardzo dobrym styczniu sytuacja marżowa w lutym i marcu się pogorszyła, ale pod koniec kwartału znów zanotowano poprawę. W marcu poprawił się także dyferencjał Ural/Brent. Ujemny efekt LIFO nie będzie według niego w tym okresie znaczący (my szacujemy go na -45 mln PLN), ale Spółka zanotuje stratę na różnicach kursowych sięgającą kilkuset mln PLN. Wiceprezes odniósł się także do ostatnich doniesień dotyczących zapasów obowiązkowych, które w Lotosie według niego można teraz szacować na około 1,5 mld PLN (najnowsze dane w raporcie rocznym mówią jednak o kwocie 1,68 mld PLN). Około 2/3 tych rezerw jest finansowane z kredytów i w przypadku ich wykupienia przez Państwo oznaczałoby to zmniejszenie zadłużenia. Prezes Machajewski powiedział także, że obecnie poziom wykonania programu 10+ wynosi już 70% vs. 56% na koniec grudnia 2008. Informacje na temat makro pokrywają się z naszymi obserwacjami i nie powinny być zaskoczeniem dla rynku. Straty na różnicach kursowych szacujemy na poziomie -550 mln PLN z czego około -400 mln PLN może wynikać z przeszacowania kredytów, a -160 mln PLN z hedgingu walutowego. Jeśli chodzi o szacunek wartości zapasów obowiązkowych to mieści się on w przedziale naszych kalkulacji, jakie podawaliśmy w ostatnich komentarzach (1,5-1,7 mld PLN).

### Nieprawdziwe informacje o sytuacji w Petrobalticu

W kwietniu na jednym z branżowych portali ukazała się informacja, jakoby Zarząd Petrobalticu na spotkaniu z pracownikami informował ich o trudnej sytuacji Spółki i problemach z otrzymaniem kredytu na bieżącą działalność w kwocie 200 mln PLN. Pracownicy obwiniają za tę sytuację Zarząd Lotosu, który zdecydował o zakupie przez spółkę zależną Petrobalticu złóż w Norwegii za 424 mln PLN. Lotos w specjalnym komunikacie zdementował te doniesienia i poinformował, że Zarząd Petrobalticu na wspomnianym spotkaniu przedstawiał założenia pakietu antykrzysowego przyjętego w całej Grupie Lotos. Według tego oświadczenia Petrobaltic nie ma żadnych problemów z płynnością i finansowaniem swojej działalności. Tegoroczne wydatki inwestycyjne na zagospodarowanie złóż na Bałtyku mają wynieść 400 mln PLN. Wersję Lotosu wydaje się potwierdzać chociażby ostatnia informacja o zakupie przez Petrobaltic nowoczesnego pojazdu do badania dna morskiego. Na podstawie skonsolidowanych i jednostkowych sprawozdań Lotosu trudno jest „wyodrębnić” bilans Petrobalticu (poza jednostką dominującą dług netto wynosił na koniec grudnia -52 mln PLN, ale uwzględniał on również zadłużenie innych spółek zależnych Lotosu, nie tylko Petrobalticu) więc niestety nie możemy się bezpośrednio odnieść do zastrzeżeń pracowników. Według naszych szacunków, po uwzględnieniu styczniowej płatności za Yme, dług netto Petrobalticu może obecnie wynosić około 150 mln PLN, czyli równowartość prognozowanej przez nas EBITDA na rok 2009 dla segmentu wydobywczego.

### Petrobaltic wydobył mniej ropy

Według Prezesa Pawła Olechnowicza z powodu dwóch awarii wydobywanie w Petrobalticu, a co za tym idzie wyniki tej spółki były gorsze od planowanych. Prezes powiedział także, iż w wyniku



postępów programu 10+ wzrosło zadłużenie dolarowe Lotosu o 285 mln USD, co wzmocni ujemne różnice kursowe w 1Q'09. Zarząd nie spodziewa się natomiast ujemnego efektu LIFO. Według Olechnowicza przeszacowanie zapasów może być nawet lekko dodatnie. Niższe wydobycie Petrobalticu może oznaczać, że segment wydobywczy pokaże w 1Q'09 stratę operacyjną (wcześniej wstępnie szacowaliśmy, że EBIT wyniesie około 9 mln PLN) i całoroczny wynik na tej działalności może być niższy niż oczekiwane przez nas 90 mln PLN. Zaskoczyła nas deklaracja o możliwym dodatnim efekcie LIFO, gdyż według naszych szacunków może on wynieść -32 mln PLN.

### **Detal w 1Q'09 na plusie**

Hanna Krzyżańska prezes spółki Lotos Paliwa zapowiedziała na łamach prasy, że wynik operacyjny segmentu detalicznego w 1Q'09 ma być na plusie, podobnie zresztą jak w całym 2009 roku. Według Krzyżańskiej pozwoli na to reorganizacja sieci stacji paliw, która przede wszystkim polega na zwiększeniu udziału stacji agencji kosztów umów patronackich. Część stacji własnych również trafiło do franczyzy, co pozwoli zaoszczędzić na wynagrodzeniach dla pracowników około 5 mln PLN. Kolejne 1,5-2 mln PLN ma przynieść ograniczenie zużycia energii i strat na przeładunku paliw. Nadal Lotos chce także zwiększać efektywność sprzedaży poprzez program lojalnościowy, segment paliw premium oraz zwiększenie sprzedaży produktów pozapaliwowych. W naszym modelu zakładamy, że obserwowany obecnie spadek marż na stacjach benzynowych i możliwa stagnacja sprzedaży wolumenowej nie pozwolą na wypracowanie dodatniego EBIT-u w segmencie detalicznym. Nasza roczna prognoza to -14,6 mln PLN vs. -17 mln PLN w 2008 roku.

### **Koniec remontu**

Po 33 dniach, a więc jeden dzień wcześniej niż planowano, zakończył się przestój remontowy w rafinerii w Gdańsku. Harmonogram remontu był dosyć napięty i istniało ryzyko przeciągnięcia się przestoju. Wygląda na to, że rozruch przebiegał bez zakłóceń i zakład pracuje już normalnie.

### **Nowy członek Rady Nadzorczej**

NWZA wybrało do Rady Nadzorczej Lotosu Pana Ireneusza Fąfara, który wcześniej pełnił funkcje kierownicze m.in. w ZUS, a obecnie jest Prezesem Banku Gospodarstwa Krajowego. NWZA uzupełniło wakat po rezygnacji Pana Piotra Chajderowskiego.

### **Zmiany w raporcie rocznym**

W opublikowanym raporcie rocznym Lotos poinformował, że strata netto przypisana akcjonariuszom jednostki dominującej wyniosła w 2008 roku -453,9 mln PLN czyli mniej niż wynikało to z raportu za 4Q (-475,7 mln PLN). Zmiany wynikają z weryfikacji salda na działalności finansowej w związku z uwzględnieniem udziału w zyskach jednostek stowarzyszonych (litewska Naftos Gavyba w kwocie 26 mln PLN vs. 22 mln PLN rok wcześniej) oraz wyższego o około 7 mln PLN niż w raporcie za 4Q aktywa podatkowego. Lotos zmienił także wysokość zysku przypisanego akcjonariuszom mniejszościowym z 53,8 mln PLN w raporcie kwartalnym do 63,9 mln PLN w raporcie rocznym.

### **Wniosek o upadłość KrakGaz**

Krak Gaz zależna spółka Lotosu zajmująca się handlem gazem LPG złożyła wniosek o upadłość. Ewentualna upadłość Krak Gazu nie powinna mieć istotnego wpływu na wyniki skonsolidowane Lotosu, gdyż Spółka odpisała już wartość firmy wynikającą z transakcji nabycia KrakGazu w 2007 roku oraz zawiązała rezerwy na zaległe zobowiązania podatkowe tego podmiotu.

### **Koncepcja finansowania zapasów paliw**

Według doniesień Gazety Prawnej Ministerstwo Gospodarki rozpoczyna konsultacje z przedstawicielami branży paliwowej w kwestii nowej ustawy o zapasach obowiązkowych. Rozmowy będą dotyczyły zarówno rozwiązań technicznych, jak i finansowych. Resort w przygotowywanej ustawie proponuje powołanie specjalnej agencji rządowej, która przejęłaby obowiązek gromadzenia rezerw a finansowałaby tę działalność albo z opłat firm paliwowych albo z dodatkowej opłaty zawartej w cenie detalicznej paliwa. Oczywiście z punktu widzenia Orlenu i Lotosu korzystniejsze byłoby przeniesienie kosztów utrzymania zapasów na konsumentów, choć nawet w pierwszym wariantcie istnieje duże prawdopodobieństwo że koncerny do tego by doprowadziły. Kluczowe dla wyceny tych Spółek jest jednak przejście obecnych zapasów przez agencję i uwolnienie ogromnych zasobów gotówki. Tymczasem prace legislacyjne w UE nad nową dyrektywą, która wymusza na Polsce zmianę zasad utrzymywania zapasów obowiązkowych postępują zgodnie z harmonogramem. 22 kwietnia Parlament Europejski przyjął podsumowujący raport dotyczący tej kwestii i pozostaje już ostatni etap, czyli przyjęcie dyrektywy przez Radę UE, co może w naszej opinii mieć miejsce na szczycie w dniach 6-11 czerwca. Wtedy tematem obrad będą kwestie z zakresu telekomunikacji i rynku energii.



## PGNiG (Redukuj)

**Cena bieżąca: 3,9 PLN      Cena docelowa: 3,56 PLN**
**Analityk: Kamil Kliszcz**
**Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-06**

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	16 652,1	18 433,1	10,7%	18 761,6	1,8%	17 978,0	-4,2%	Liczba akcji (mIn)	5 900,0
EBITDA	2 281,9	2 349,3	3,0%	3 216,1	36,9%	3 847,1	19,6%	MC (cena bieżąca)	23 069,0
marża EBITDA	13,7%	12,7%		17,1%		21,4%		EV (cena bieżąca)	23 771,2
EBIT	851,6	925,6	8,7%	1 514,2	63,6%	1 979,7	30,7%	Free float	15,3%
Zysk netto	915,0	968,7	5,9%	1 211,3	25,1%	1 602,4	32,3%		
P/E	25,2	23,8		19,0		14,4		Zmiana ceny: 1m	14,0%
P/CE	9,8	9,6		7,9		6,6		Zmiana ceny: 6m	20,3%
P/BV	1,1	1,1		1,1		1,1		Zmiana ceny: 12m	-8,0%
EV/EBITDA	9,5	9,6		7,4		6,2		Max (52 tyg.)	4,5
Dyield (%)	4,3	4,9		3,6		4,7		Min (52 tyg.)	3,0



**Końcówka kwietnia przyniosła znaczącą poprawę sentymentu na akcjach PGNiG, co miało zapewne związek z dobiegającymi powoli do finału negocjacjami z URE i szansami na zatwierdzenie taryf do końca 2010 roku. Prawdopodobne jest również pozytywne zaskoczenie na wynikach kwartalnych z uwagi na możliwe niedoszacowanie przez rynek pozytywnego efektu sprzedaży tańszych zapasów (konsensus zakłada 293 mln PLN straty operacyjnej - my szacujemy stratę EBIT na -90 mln PLN). W naszej opinii ten okres poprawy notowań można już jednak wykorzystywać do zmniejszania pozycji i dlatego obniżamy naszą rekomendację do redukuj. Obecnie, nawet po korekcie wartości firmy o norweskie aktywa wydobywcze, EuRoPolGaz oraz pozostałą część leasingu, PGNiG jest wyceniany z ponad 10% premią do zachodnich spółek porównywalnych z sektora.**

### Nowy wniosek taryfowy

Spółka przekazała do URE nowy skorygowany wniosek taryfowy. Spółka proponuje obniżenie cen hurtowych o 8,5-9%, ale tylko dla gazu wysokometanowego. Biorąc pod uwagę planowane podwyżki taryf dystrybucyjnych i przesyłowych, średni koszt zakupu gazu dla wszystkich odbiorców spadną o 3,1%. Nowa taryfa ma wg. wniosku PGNiG obowiązywać do końca 2010 roku. Propozycja obniżki cen hurtowych o około 9% jest bliska ostatnim sugestiom URE, tak więc rynek nie powinien być nią zaskoczony. W połączeniu z utrzymaniem cen na gaz zaazotowany (stanowi on około 55-60% własnego wydobycia, aczkolwiek znaczna jego część podlega odazotowaniu w instalacji w Odolanowie- brak podwyżki dla tego surowca oznacza wyższe przychody o około 50-100 mln PLN w skali roku), podwyżką taryf dystrybucyjnych i możliwością utrzymania tej taryfy do końca 2010 roku, zatwierdzenie tego cennika przez URE może być w naszej opinii korzystne dla Spółki (mimo przeciągającego się procesu URE nie zamierza administracyjnie zmieniać cen). Zamrożenie cen na 1,5 roku nie będzie natomiast dobrą wiadomością dla spółek chemicznych. URE może jednak nie zaakceptować takiego wydłużenia okresu obowiązywania nowych taryf.

### Rozpoczął się proces wydawania akcji pracowniczych

W kwietniu rozpoczął się proces wydawania akcji pracowniczych PGNiG w ramach programu prywatyzacyjnego. Pracownicy obejmą 750 mln akcji (12,7% kapitału), ale walory trafią do obrotu dopiero w lipcu 2010 roku. Udział MSP w wyniku transakcji spadnie do 72%, co jak wcześniej sygnalizowano może umożliwić wrogie działania blokujące strategiczne decyzje w PGNiG. W tym celu rozważane są przez resort różne warianty utrzymania obecnej pełnej kontroli, w tym skup akcji własnych przez PGNiG czy też wykupienie akcji pracowniczych przez podmiot powiązany z MSP. Na razie według deklaracji GPW obniżenie udziałów Skarbu Państwa w wyniku przydziału akcji pracowniczych nie wpłynie na wysokość free float na akcjach PGNiG liczonego przez giełdę (free float nie może być większy niż kapitalizacja akcji dopuszczonych do obrotu).

### Porozumienie ze związkami

Zarząd PGNiG porozumiał się ze związkami zawodowymi w sprawie tegorocznego wzrostu wynagrodzeń, który ostatecznie ma wynieść 3,5%. Wcześniej związkowcy domagali się podwyżek o 11%. To porozumienie kończy spór z pracownikami i na poziomie jednostkowym oznacza wzrost kosztów wynagrodzeń w skali roku o 23 mln PLN. Jeśli podobne podwyżki będą w innych spółkach z Grupy, łącznie skonsolidowane koszty wzrosną o 75 mln PLN.

### Emfesz proponuje dostawy gazu

Według nieoficjalnych doniesień węgierski Emfesz złożył PGNiG konkurencyjną dla Gazpromu ofertę sprzedaży 2,5 mld m<sup>3</sup> gazu, który miałby dostarczyć poprzez połączenie z Ukrainą. Podobno węgierska spółka jest gotowa, w przeciwieństwie do rosyjskiego koncernu, zgodzić się na krótszą umowę, która bardziej pasowałaby PGNiG w związku z planowanymi inwestycjami



dywersyfikacyjnymi i żądaniami Gazpromu o przedłużenie długoterminowych umów. W związku z powiązaniem kapitałowymi Emfesz i Gazpromu trudno uwierzyć, że oferta węgierska jest konkurencją dla rosyjskiego koncernu. W naszej opinii im później PGNiG rozpocznie napełnianie magazynów w tym roku, tym lepsze wyniki finansowe wygeneruje w 4Q'09 i 1Q'10.

### **PGNiG zainteresowany Energa**

Według doniesień prasowych, PGNiG jest zainteresowane udziałem w zaplanowanej na 2010 rok prywatyzacji grupy energetycznej Energa. Analizowany jest zarówno scenariusz przejęcia poprzez emisję akcji do Skarbu Państwa, jak i płatność gotówką. Wartość koncernu energetycznego jest szacowana na 6-7 mld PLN. Obecnie Energa jest trzecią co do wielkości grupą dystrybucyjną w Polsce z udziałem w rynku na poziomie 16,6%. Spółka posiada także aktywa wytwórcze o mocy 1,3 GW, co daje jej około 3,6% udziału w krajowej produkcji energii. Energa jest najbardziej aktywną polską grupą energetyczną w zakresie planowania budowy elektrowni gazowych i z tego względu w naszej opinii połączenie kapitałowe z PGNiG byłoby korzystne dla obu stron. Z punktu widzenia koncernu gazowego nie tylko zapewniłoby ekspozycję na ciekawy segment rynku, ale również pozwoliłoby na przyspieszenie procesu budowy bloków gazowo-parowych i zwiększyło rynek gazu w Polsce. Oczywiście wszystko będzie zależało od ostatecznej ceny, jaką trzeba będzie za te aktywa zapłacić. Przypominamy, że PGNiG na koniec roku miał około 0,5 mld PLN gotówki netto, ale rok 2009 Spółka już zamknie długiem netto w wysokości 870 mln PLN, tak więc w kontekście ogromnych planów inwestycyjnych korzystniejszy byłby scenariusz przejęcia w zamian za akcje. Wydaje się, że taki scenariusz może być także akceptowalny przez MSP, które jeszcze niedawno szukało sposobów na utrzymanie kontroli ponad 75% PGNiG po przydziale akcji pracowniczych.

### **Zawieszenie projektu Skanled**

Konsorcjum, w którym udziały miały PGNiG zdecydowało o zawieszeniu budowy rurociągu Skanled, który miał łączyć system norweski z duńskim i szwedzkim. Zadecydował brak zobowiązania się Statoil do zapewnienia surowca dla tego rurociągu, co skłoniło koncern Yara oraz niemiecki EON do wycofania się z inwestycji. Informacja ta oznacza, że PGNiG może wykreślić ze swoich planów inwestycyjnych do roku 2012 około 700 mln PLN, które miały być właśnie przeznaczone na budowę tej nitki. W naszych prognozach nie uwzględnialiśmy tego projektu więc nie ma to wpływu na naszą wycenę. Informacja ma większe znaczenie dla Gaz-Systemu, gdyż oznacza że na półkę będzie trzeba także odłożyć projekt Baltic Pipe.



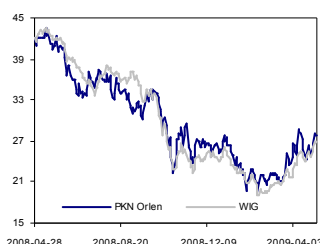
## PKN Orlen (Kupuj)

Cena bieżąca: 27,8 PLN    Cena docelowa: 40,2 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-02-27

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	63 793,0	79 535,0	24,7%	62 292,5	-21,7%	74 645,2	19,8%	Liczba akcji (mln)	427,7
EBITDA	5 035,3	3 249,0	-35,5%	5 260,5	61,9%	5 059,3	-3,8%	MC (cena bieżąca)	11 903,1
marża EBITDA	7,9%	4,1%		8,4%		6,8%		EV (cena bieżąca)	28 689,6
EBIT	2 603,9	758,0	-70,9%	2 524,6	233,1%	2 250,1	-10,9%	Free float	67,3%
Zysk netto	2 412,4	-659,0		2 033,6		1 730,5	-14,9%		
P/E	4,9			5,9		6,9		Zmiana ceny: 1m	4,9%
P/CE	2,5	6,5		2,5		2,6		Zmiana ceny: 6m	0,1%
P/BV	0,6	0,6		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-33,7%
EV/EBITDA	4,6	8,4		5,5		5,8		Max (52 tyg.)	43,4
Dywid (%)	0,0	5,8		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	19,3



W kwietniu nadal PKN zachowywał się gorzej od indeksu WIG20, co wynikało z rosnącej nerwowości ze względu na przedłużające się negocjacje z bankami. Ostateczne podpisanie tego aneksu 27 kwietnia na warunkach lepszych niż oczekiwano powinno w średnim terminie znacząco zmniejszyć wpływ ryzyka wysokiego zadłużenia na notowania Spółki. Wyniki za 1Q'09 będą co prawda słabe, ale rynek powinien być już na wysoką stratę netto przygotowany po opublikowaniu przez Zarząd wstępnych szacunków 22 kwietnia. Oczekiwana kontynuacja wzrostów cen ropy oraz możliwe rozstrzygnięcia w sprawie ustawy o zapasach obowiązkowych na forum UE będą z kolei stanowiły pozytywne katalizatory dla kursu akcji. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

### Szacunki danych operacyjnych za 1Q'09

Według ogłoszonego komunikatu przerób ropy w Grupie wzrósł w 1Q'09 w ujęciu r/r o 5% z 6,5 mln ton do 6,8 mln ton (oczekiwaliśmy przerobu na poziomie około 7 mln ton, a odchylenie może wynikać z sygnalizowanych przez Spółkę problemów z instalacją wodoru w Płocku, gdyż przestoje w Możejkach staraliśmy się uwzględnić). W przypadku segmentu petrochemicznego sprzedaż nieco spadła (-2% r/r), ale porównując te parametry z poprzednimi kwartałami, należy zwrócić uwagę iż od 1Q'09 Orlen zmienia metodologię prezentacji danych segmentowych (połączenie w prezentacji danych segmentów chemicznego i petrochemicznego). Orlen dokonał ponadto w prezentacji aktualizacji wzoru na marżę rafineryjną, gdzie poziom zużycia własnych uwzględnianych w segmencie rafineryjnym spadł z 12% do 6,5%, 2,5% zakwalifikowano do segmentu petrochemicznego, a reszta do segmentu pozostałe (energetyka). Jest to tylko zmiana prezentacyjna i nie oznacza jakichkolwiek zmian w strukturze uzysków. Według starej metodologii marża GK PKN wyniosła 3,1 USD/Bbl vs. 1,3 USD/Bbl, a dyferencja 0,8 USD/Bbl vs. 3,4 USD/Bbl, co jest zgodne z naszymi kalkulacjami. Zaskoczeniem jest zapowiadany wysoki ujemny efekt LIFO na poziomie -300 mln PLN (my szacowaliśmy ten efekt na -160 mln PLN), gdyż jeszcze niedawno Spółka sygnalizowała że powinien on być neutralny albo nawet lekko dodatni podobnie jak w Lotosie. Segment rafineryjny powinien poprawić wynik r/r dzięki wyższemu wolumenowi i osłabieniu złotego, choć wspomniane problemy techniczne w Płocku nie pozostaną bez wpływu. Plusy na segmencie rafineryjnym zostaną jednak z nawiązką zniwelowane przez minusy w petrochemii. Oznacza to, że skonsolidowany raportowany EBIT może wynieść nawet -300 mln PLN (w okolicach 0 wg. LIFO vs. oczekiwane przez nas pierwotnie 400 mln PLN). Wygląda na to, że gorzej niż pierwotnie oczekiwaliśmy wypadł segment rafineryjny, aczkolwiek trudno w tym momencie, oprócz wspomnianych przestoju, zidentyfikować źródła gorszej rentowności na tej działalności.

### Porozumienie z bankami osiągnięte

PKN Orlen podpisał porozumienie z konsorcjum banków i aneksował umowy kredytowe, na których przekroczył na koniec grudnia warunek zadłużenia netto w relacji do EBITDA. Spółka odzyskała dzięki temu możliwość korzystania z niewykorzystanych dotąd limitów kredytowych w ramach tych 3 umów na około 1 mld EUR (całkowita wartość tych kredytów to około 14 mld PLN). PKN zobowiązał się do nie przekraczania budżetowanego w roku 2009 poziomu wydatków inwestycyjnych oraz do nie rekomendowania akcjonariuszom wypłaty dywidendy do czasu wykazania poziomu zadłużenia dopuszczalnego przez umowy kredytowe. Okres karencji dla ponownego spełnienia kowenantów kredytowych ustalono w umowie do końca tego roku. Jako wynagrodzenie dla banków Orlen zgodził się na poniesienie jednorazowej opłaty (waiver fee) oraz na podwyższenie marż kredytowych z dniem wejścia w życie porozumień. Podwyższone marże kredytowe nie przekraczają poziomu 3,0%. Zarząd liczy, że w związku ze spadkiem rynkowych stóp procentowych średnioroczne koszty odsetek w walucie nie ulegną istotnemu zwiększeniu vs. 2008 rok. Poziom marż poniżej 300 punktów bazowych stanowi pozytywne zaskoczenie, gdyż raczej oczekiwania plasowały się w przedziale 400-600 bps (w naszym modelu marżę na kredytach w EUR założyliśmy na poziomie 3%, co łącznie ze wzrostem zadłużenia i kursu walut obcych implikuje wzrost kosztów odsetek z 542 mln PLN w



2008 roku do 640 mln PLN w 2009 roku). Wysokość waiver fee można szacować na około 50-60 punktów bazowych, co przy wspomnianej kwocie kredytu będzie oznaczać jednorazowy wydatek rządu 70-80 mln PLN. Wyływ gotówki będzie uwzględniony w cash flow, ale w rachunku wyników wpływ tej prowizji zostanie rozłożony na lata spłaty kredytów stąd jego wpływ na zysk netto nie będzie istotny. Konieczność spełnienia kowenantów z końcem tego roku może wymusić na Orlenie przyspieszenie działań dezinvestycyjnych, szczególnie jeśli w kolejnych kwartałach nie dojdzie do istotnego umocnienia złotego. W naszych prognozach, w których zakładamy na koniec roku kurs USD/PLN na poziomie 3,0, a kurs EUR/PLN 4,0, spełnienie warunku dług netto/EBITDA poniżej 3,5 powinien być jednak wypełniony bez posiłkowania się sprzedażą aktywów.

### Zmiany kadrowe na szczeblu kierowniczym

Według doniesień prasowych potwierdziły się wcześniejsze zapowiedzi, że nowy Zarząd Orlenu dokona dość zdecydowanego przeglądu kadry kierowniczej koncernu. Z końcem 2008 roku wygasają kontrakty około 60-70 pracowników wyższego i średniego szczebla dyrektorskiego. Zarząd nie przedłużył umów z ponad połową tych osób, co oznacza że znacząco obniżył się przeciętny staż pracy kadry dyrektorskiej w PKN. Doniesienia o planowanych zmianach pojawiały się już na początku roku. W naszej opinii Zarząd ma prawo do autonomicznych decyzji personalnych i z nich będzie w przyszłości rozliczany. Zmiany dotknęły przede wszystkim pion finansów, dyrektora generalnego i PR. Nie wydaje się, aby rotacje w tych departamentach i wprowadzenie ludzi spoza firmy mogło w krótkim terminie zachwiać stabilnością działalności Spółki.

### Finalizacja odkupu akcji Możejek od Litwy

Zarząd poinformował, że zgodnie z wcześniejszymi ustaleniami 29 kwietnia została rozliczona opcja sprzedaży na 10% pakiet Możejek należący do litewskiego rządu. Cena wyniosła 284 mln USD, z czego pierwszą ratę Orlen uiszczył 27 marca (57 mln USD), a pozostałą część 29 kwietnia. Płatność została dodatkowo powiększona o odsetki (6M LIBOR) za okres od 20 marca do 29 kwietnia ze względu na wynegocjowane przez PKN opóźnienie procesu. Transakcja oznacza, że Rząd Litwy traci prawo do powoływania jednego z dziewięciu członków Rady Nadzorczej oraz jednego z siedmiu członków Zarządu AB Mazeikiu Nafta. Litwa traci również możliwość składania weta wobec decyzji korporacyjnych w tej rafinerii.

### Lukoil sonduje Orlen?

Według Rzeczpospolitej w nieformalnych rozmowach biznesowych przedstawiciele Lukoil sugerowali Zarządowi Orlenu, iż są zainteresowani kapitałowym zaangażowaniem w aktywa rafineryjne w Czechach i na Litwie. Podobno Transneft po objęciu udziałów w Możejkach przez rosyjski koncern jest gotowy wznowić dostawy ropy rurociągiem. Prezes Krawiec nie chciał potwierdzić, czy takie rozmowy rzeczywiście miały miejsce i czy Orlen poważnie podchodzi do takiego scenariusza. Na razie jednak planów sprzedaży udziałów w Możejkach nie ma, choć po rozliczeniu wykonania opcji na 10% pakiet akcji, Litwa straciła prawo pierwokupu i transakcja z Lukoilem byłaby technicznie możliwa. Wejście w kapitałową współpracę z Lukoilem wydaje się obecnie mało prawdopodobne z politycznych względów, podobnie zresztą jak pojawiające się spekulacje o podobnych zamiarach OMV.

### Odpisy w raporcie rocznym

W opublikowanym raporcie rocznym PKN Orlen dokonał odpisów aktualizujących aktywa trwałe w kwocie prawie 2,4 mld PLN, z czego około 2,18 mld PLN dotyczyło rafinerii w Możejkach, a pozostałe 182 mln PLN Rafinerii w Trzebinii i Jedliczach oraz spółki Spolana. Wpłynęło to na obniżenie rocznego poziomu EBIT z 758 mln PLN w raporcie za 4Q'08 do -1,6 mld PLN. Wynik netto został zmniejszony o 1,9 mld PLN do -2,5 mld PLN, a na tym poziomie mniejsza skala korekty wynikała z rewizji wielkości podatku dochodowego z wcześniejszych 99 mln PLN na -388 mln PLN. Odpisy te, choć ich skala jest ogromna ze względu na ich typowo księgowy charakter nie powinny mieć wpływu na kurs akcji. Mniej korzystne otoczenie makroekonomiczne jest już zdyskontowane w wycenach. Przypominamy, że Orlen w momencie zakupu Możejek w celu zmniejszenia goodwillu z tej transakcji dokonał zbyt optymistycznego przeszacowania aktywów tej rafinerii w górę (łącznie aktywa trwałe skonsolidowane tej rafinerii w GK Orlen wyniosły 7,4 mld PLN podczas gdy w litewskim sprawozdaniu jednostkowym wynosiły one jedynie 1,7 mld PLN). Spadek wartości aktywów będzie się wiązał z obniżeniem skonsolidowanej amortyzacji, ale z punktu widzenia przepływów gotówkowych nie będzie to miało znaczenia, gdyż i tak rozliczenia z litewskim urzędem skarbowym były prowadzone w oparciu o jednostkowe sprawozdania Możejek.

### Koncepcja finansowania zapasów paliw

Według doniesień Gazety Prawnej Ministerstwo Gospodarki rozpoczyna konsultacje z przedstawicielami branży paliwowej w kwestii nowej ustawy o zapasach obowiązkowych. Rozmowy będą dotyczyły zarówno rozwiązań technicznych, jak i finansowych. Resort w przygotowywanej ustawie proponuje powołanie specjalnej agencji rządowej, która przejęłaby obowiązek gromadzenia rezerw a finansowałaby tę działalność albo z opłat firm paliwowych



albo z dodatkowej opłaty zawartej w cenie detalicznej paliwa. Oczywiście z punktu widzenia Orlenu i Lotosu korzystniejsze byłoby przeniesienie kosztów utrzymania zapasów na konsumentów, choć nawet w pierwszym wariantcie istnieje duże prawdopodobieństwo że koncerny do tego by doprowadziły. Kluczowe dla wyceny tych Spółek jest jednak przejście obecnych zapasów przez agencję i uwolnienie ogromnych zasobów gotówki. Tymczasem prace legislacyjne w UE nad nową dyrektywą, która wymusza na Polsce zmianę zasad utrzymywania zapasów obowiązkowych postępują zgodnie z harmonogramem. 22 kwietnia Parlament Europejski przyjął podsumowujący raport dotyczący tej kwestii i pozostaje już ostatni etap, czyli przyjęcie dyrektywy przez Radę UE, co może w naszej opinii mieć miejsce na szczycie w dniach 6-11 czerwca. Wtedy tematem obrad będą kwestie z zakresu telekomunikacji i rynku energii.





## Police (Trzymaj)

Cena bieżąca: 5,4 PLN      Cena docelowa: 6,2 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-03-16

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 824,2	2 403,7	31,8%	1 604,8	-33,2%	1 959,7	22,1%	Liczba akcji (mln)	75,0
EBITDA	235,1	229,3	-2,5%	-6,3		114,8		MC (cena bieżąca)	402,0
marża EBITDA	12,9%	9,5%		-0,4%		5,9%		EV (cena bieżąca)	503,3
EBIT	187,5	163,2	-13,0%	-67,5		53,8		Free float	26,2%
Zysk netto	204,0	28,8	-85,9%	-98,8		40,7			
P/E	2,0	14,0				9,9		Zmiana ceny: 1m	-9,8%
P/CE	1,6	4,2				4,0		Zmiana ceny: 6m	-45,2%
P/BV	0,4	0,4		0,5		0,4		Zmiana ceny: 12m	-77,9%
EV/EBITDA	1,1	1,8				3,5		Max (52 tyg.)	25,3
Dywid (%)	8,1	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	4,2



Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Police zachowywały się w kwietniu znacznie gorzej od innych spółek z branży, co oczywiście należy tłumaczyć znacznie wyższym profilem ryzyka tej Spółki. Oczekiwane przez nas słabe wyniki za 1Q nie przyniosą poprawy sentymentu wokół Polic, a sygnały o ponownym obniżeniu mocy produkcyjnych w marcu nie napawają optymizmem także na dalszą część roku. Nadal uważamy, że 2009 rok będzie dla Spółki niezwykle trudny i zalecamy dużą ostrożność, gdyż w najbliższym czasie mogą służyć jeszcze negatywne informacje i wyniki finansowe.

### Police bez straty netto w 2009?

Według Prezesa Ryszarda Siwca jeśli Spółka upora się z problemem opcji to przy odpowiedniej polityce finansowej nie powinna zanotować straty netto. Prezes potwierdził jednocześnie swoje wcześniejsze słowa, że zakończenie roku z wynikiem operacyjnym w okolicach zera będzie sukcesem. Dodał, że przeprowadzona przez Spółkę akcja promocyjna w 1Q odniosła skutek i sprzedaż po zapaści 4Q wzrosła (Spółka w szczyście sezonu wykorzystuje moce na 70-80%). Ostatecznie 1Q'09 nie był taki zły jak 4Q'08. Police zamierzają przeprowadzić restrukturyzację kosztową, co powinno przynieść oszczędności w skali roku na poziomie 250 mln PLN. Program cięć ma dotyczyć kosztów osobowych, eksploatacyjnych oraz sprzedaży części z grupy kapitałowej. Podzielamy opinię Prezesa, że wynik EBIT na poziomie 0 będzie dużym sukcesem (nasze prognozy na 2009 to -67,5 mln PLN). Jeśli chodzi o wynik netto to rzeczywiście przy korzystnych relacjach kursów i wspomnianej „odpowiedniej polityce finansowej” Spółka może nie zanotować strat na działalności finansowej, ale w naszej opinii aby na koniec roku raportowała dodatni wynik, złoty musiałyby się jeszcze istotnie umocnić. Planowane oszczędności kosztowe na poziomie 250 mln PLN wydają się założeniem bardzo ambitnym, gdyż koszty usług obcych i wynagrodzeń w Grupie w 2008 roku wynosiły 525 mln PLN. Osiągnięcie tego rezultatu bez wpływu na przychody uważamy za nierealne. Przypominamy, że choć Prezes zapowiada w 1Q'09 wyniki lepsze niż w 4Q'08 (-236 mln PLN EBIT) to nadal należy oczekiwać istotnej straty operacyjnej. Spółka rok zakończyła z zapasami na poziomie 608 mln PLN i uważamy że w 1Q'09 sprzedawała je z ujemną marżą.

### Związkowcy postulują o odwołanie Zarządu

Związkowcy z Police wysłali pismo do MSP, w którym domagają się odwołania całego Zarządu Spółki. Ich zdaniem pod obecnym kierownictwem zakłady mogą upaść. Zarząd odpiera te zarzuty, a resort skarbu na razie nie zamierza podejmować w tej kwestii żadnych działań. Według Prezesa Ryszarda Siwca nawet w czarnym scenariuszu nie przewiduje złożenia wniosku o upadłość. Zarząd podjął decyzje o obniżeniu funduszu płac i restrukturyzacji zatrudnienia. Zamierza także rozwiązać problem opcji walutowych, które miałyby przestać być obciążeniem wyników do połowy maja, choć nie precyzuje co dokładnie będzie to oznaczać. W naszej opinii choć Spółka może mieć krótkookresowe problemy z płynnością, to raczej powinna pozyskać finansowanie kapitału obrotowego. Więcej będzie można powiedzieć po wynikach 1Q'09.

### Starania o poręczenie z ARP

Zarząd Spółki stara się o uzyskanie poręczenia kredytu przez Agencję Rozwoju Przemysłu (ARP ma 8,8% akcji Polic), które obok zastawu na nieruchomościach stanowiłoby dodatkowe poręczenie dla banków. Prezes Siwiec twierdzi, że Spółka potrzebuje zastrzyku kapitału i obecnym priorytetem dla Zarządu jest zapewnienie płynności. Prezes powiedział, że wolumen sprzedaży w 1Q'09 był lepszy w ujęciu r/r, aczkolwiek obecnie Spółka ponownie musiała zmniejszyć wykorzystanie mocy do 60% z 80% w lutym. Kredyt obrotowy jest w tej chwili dla Polic kluczową kwestią, co sugeruje że w 1Q nie udało się istotnie zmniejszyć stanów magazynowych. Zaskakująca wydaje się informacja o wzroście wolumenów w ujęciu r/r, wydaje się że mogło tutaj chodzić o ujęcie q/q.



### **Dymisja członka Zarządu przyjęta**

Obradująca pod koniec kwietnia Rada Nadzorcza Spółki przyjęła rezygnację Pana Arkadiusza Pawlaka ze stanowiska członka Zarządu ds. strategii. Tematem obrad była także obecna sytuacja finansowa Polic, aczkolwiek żadnych oficjalnych komunikatów w tej sprawie Rada nie opublikowała.



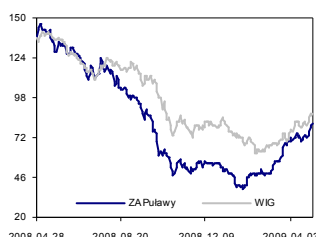
## ZA Puławy (Trzymaj)

Cena bieżąca: 79,6 PLN    Cena docelowa: 65,5 PLN

Analityk: Kamil Kliszc

Data ostatniej aktualizacji: 2009-04-02

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 503,5	2 371,5	-5,3%	2 183,6	-7,9%	2 394,4	9,7%	Liczba akcji (mln)	19,1
EBITDA	432,8	372,0	-14,0%	178,6	-52,0%	167,9	-6,0%	MC (cena bieżąca)	1 520,6
marża EBITDA	17,3%	15,7%		8,2%		7,0%		EV (cena bieżąca)	1 221,7
EBIT	358,7	297,7	-17,0%	90,6	-69,6%	71,1	-21,5%	Free float	29,2%
Zysk netto	330,8	170,3	-48,5%	109,4	-35,8%	67,7	-38,2%		
P/E	4,6	8,9		13,9		22,5		Zmiana ceny: 1m	14,1%
P/CE	3,8	6,2		7,7		9,2		Zmiana ceny: 6m	42,9%
P/BV	1,0	0,9		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	-44,5%
EV/EBITDA	2,3	2,8		6,8		8,1		Max (52 tyg.)	145,9
Dyield (%)	2,1	5,4		3,4		2,2		Min (52 tyg.)	38,1



**Pozytywny sentyment na akcjach ZAP został ostatnio wzmocniony przez lepsze od oczekiwań wyniki za 3Q08/09, ale w naszej opinii o kolejne pozytywne zaskoczenia może być w najbliższych miesiącach trudno. Wiele może zależeć od najbliższej decyzji URE w sprawie cen gazu. Jeśli regulator zgodzi się na zamrożenie wysokich cen do końca 2010 roku to oznacza to negatywny scenariusz dla ZAP, szczególnie w przypadku dalszego umacniania się złotego. Będzie to bowiem oznaczać znaczący spadek konkurencyjności w przypadku melaminy oraz RSM. Na razie utrzymujemy naszą neutralną rekomendację.**

### Wyniki za 3Q 2008/09 powyżej oczekiwań

Wyniki ZAP za 3Q roku obrotowego 2008/09 okazały się istotnie lepsze od naszych oczekiwań i nieco lepsze od konsensusu rynkowego. Pozytywne zaskoczenie pojawia się praktycznie na wszystkich poziomach rachunku zysków i strat. W przypadku przychodów wyższa niż oczekiwaliśmy była sprzedaż mocznika (+28,8% r/r vs. oczekiwane przez nas -6%-zadecydowało to o odchyleniu naszej prognozy przychodów od raportowanej sprzedaży o 30 mln PLN i prawdopodobnie przyczyn należy szukać w znacznie wyższych wolumenach) oraz RSM (spadek r/r o 9%, my zakładaliśmy dynamikę -28%). Zgodnie z prognozami kształtowały się natomiast przychody z saletry amonowej (+9% r/r), kaprolaktamu (-52% r/r) oraz melaminy (-26% r/r). Po stronie kosztowej największym zaskoczeniem jest niższy poziom kosztów materiałów i energii (-16 mln PLN vs. nasza prognoza), co Spółka tłumaczy niższymi cenami i wolumenami benzenu oraz siarki, a także mniejszej ilości zużytej energii elektrycznej z zakupu (prawdopodobnie tutaj przeszacowaliśmy efekt stycznowej podwyżki). Na poziomie działalności finansowej Spółka zgodnie z oczekiwaniami zanotowała wysokie ujemne saldo w wysokości -54 mln PLN (nasza prognoza -61 mln PLN), na co przede wszystkim wpłynęła wycena transakcji zabezpieczających kurs walutowy. W 3Q08/09 ZAP rozliczyły 51 transakcji hedgingowych z wynikiem -49 mln PLN, aczkolwiek Zarząd sygnalizuje że w marcu wynik na hedgingu był już dodatni i wyniósł 11 mln PLN, stąd można oczekiwać że przy obecnych poziomach kursu kolejne kwartały przyniosą już dodatnie wyniki na działalności finansowej (Spółka prawdopodobnie kontynuowała politykę zabezpieczeń i zabezpieczała sprzedaż eksportową po wysokich lutowych poziomach). W 3Q08/09 ZA Puławy wygenerowały z działalności operacyjnej 77 mln PLN, co pozwoliło na zwiększeniu stanu środków pieniężnych na bilansie (wraz z innymi krótkoterminowymi aktywami finansowymi) do 697 mln PLN, co po uwzględnieniu zobowiązań z tytułu hedgingu (155 mln PLN) implikuje gotówkę netto na poziomie 542 mln PLN, czyli 28 PLN/akcję.

### Aneks do umowy za zakup energii

Zarząd ZAP podpisał aneks do umowy na zakup energii elektrycznej od PGE, który wprowadza zmianę cen energii w okresie marzec-grudzień. Obniżka cen w stosunku do poprzedniej umowy wynika przede wszystkim ze zmiany zasad uiszczania podatku akcyzowego (wcześniej producent, teraz podmiot posiadający koncesję) oraz uzyskanego przez ZAP upustu. Wartość umowy w 2009 roku wyniesie 214 mln PLN. Wcześniej Puławy informowały, że szacunkowa wartość umowy w tym roku to 243 mln PLN. Według naszych szacunków kwota akcyzy, która wynika z odbieranego przez ZAP wolumenu wyniesie około 18 mln PLN, tak więc realny spadek kosztów zakupu energii w tym roku to około 11 mln PLN.

### Podtrzymane zainteresowanie Bogdanką

Prezes Paweł Jarczewski oświadczył, iż Spółka zastanawia się nad udziałem w IPO kopalni Bogdanka. Puławy mają środki na ewentualną akwizycję i w tej chwili bardziej szczegółowo będą analizować ten projekt. W naszej opinii zakup kopalni nie byłby najlepszym pomysłem. Wcześniejsze plany zakładały, że Bogdanka będzie partnerem w projekcie zgazowania węgla i będzie go współfinansować. Zakup tej spółki oznaczałby, że ZAP musiałyby szukać innych źródeł finansowania tego projektu. Uważamy, że instalację zgazowania ZAP powinny budować

## Telekomunikacja

### Raport o stanie rynku

Z raportu Komisji Europejskiej o stanie rynku telekomunikacyjnego w 2008 wynika, że średni "koszyk" usług telefonii stacjonarnej jest w Polsce droższy niż w innych krajach UE (41,10 euro vs. 36,10 euro). Różnica wynika z wciąż drogich w Polsce połączeń międzynarodowych. Ceny rozmów miejscowych i międzymiastowych są w Polsce dość niskie i dalej spadają. Penetracja telefonii komórkowej wzrosła w 2008 r. o 9 pkt proc., osiągając 101% (średnia unijna to 119%). Średnia cena minuty komórkowego połączenia krajowego należy do najniższych w UE i wynosi równowartość 10 centów (w UE 14 średnio centów). W Polsce nadal mało rozpowszechniony jest internet szerokopasmowy (penetracja na poziomie 13,2%), w dodatku połączenia należą do najwolniejszych w UE. Po raz kolejny KE wytyka także w Polsce brak ustawowej niezależności UKE i niektóre błędne decyzje polskiego regulatora rynku. W połączeniu z brakiem konsultacji, KE widzi w tym źródło "niepewności prawnej dla operatorów na rynku telekomunikacyjnym", co utrudnia długoterminowe inwestycje. Ponadto aż 38 dni, czyli najdłużej spośród wszystkich krajów UE, czeka się w Polsce na zmianę operatora komórkowego z zachowaniem numeru (w przypadku abonamentu). Trochę krócej - 23 dni - trzeba czekać, by przenieść do innego operatora numer stacjonarny, ale to także najgorszy wynik w UE.

### Najtańszy Play, ceny niższe niż w UE

UKE przygotowało raport o wysokości opłat z tytułu usług świadczonych klientom telefonii mobilnej. Wg. Teligen na luty 2009 roku, koszyki usług dla Polski w trzech analizowanych wariantach (post-paid, pre-paid, post-paid i pre-paid łącznie) plasowały się w zestawieniu wybranych 19 krajów Unii Europejskiej poniżej średniej dla tych krajów. Zdecydowanie najkorzystniej w punkcie widzenia kosztów ponoszonych przez klientów sieci, prezentował się koszyk klienta abonamentowego - 946 PLN. Droższy był koszyk klienta usług przedpłaconych - 1461 PLN. Łączny koszyk usług był z kolei o 241 PLN tańszy niż średnia dla wszystkich analizowanych krajów. W ofercie abonamentowej klienci Play płacą 0,39 PLN za minutę połączenia, o 9 groszy mniej niż w ofercie Plus (0,48 PLN). Niewiele droższa jest Era (0,49 PLN), a w rankingu czwarte miejsce zajął Orange (0,50 PLN). W pre-paid Play również oferuje najniższe ceny (0,29 PLN). Za minutę połączenia w Heyah (Era) klienci płacą 0,44 PLN, w Simplusie (Plus) 0,59 PLN, w Tak Tak (Era) 0,59 PLN, w Orange Go 0,60 PLN, w Samych Swoich (Plus) 0,66 PLN. W przypadku abonamentowych klientów biznesowych najlepszą ofertę ma Orange - 0,37 PLN za minutę połączenia. W Play minuta kosztuje 0,39 PLN, w Erze 0,49 PLN, a w Plusie 0,54 PLN. Najtańsze ceny krótkich wiadomości tekstowych (sms-ów) w ofercie abonamentowej oferuje Plus (0,18 PLN za wiadomość). W Orange, Erze i Play to koszt 0,20 PLN. Najtańsze sms-y w ofercie pre-paid daje Play (0,09 PLN). W Heyah (Era) to koszt - 0,14 PLN, Orange Go - 0,18 PLN, Simplus (Plus) - 0,18 PLN, Tak Tak (Era) - 0,18 PLN, Sami Swoi (Plus) - 0,24 PLN. Jak poinformował UKE, Polacy, wybierając operatora komórkowego, kierują się przede wszystkim ceną oraz możliwością skorzystania z promocji i rabatów. Raport niesie kilka dosyć istotnych wniosków. Najtańszy Play to w dużej mierze efekt nadal obowiązującej asymetrii stawek MTR (operatorzy płacą więcej za zakończenie połączenia w sieci Play niż ta im, co umożliwiła zejście z ceną ruchu wychodzącego z sieci Play poniżej konkurencji). Niższe ceny niż w UE to częściowo efekt osłabienia PLN w stosunku do Euro – jeszcze rok temu sytuacja była w tym względzie zupełnie różna. To oznacza, że UKE ma mniejszą siłę „rażenia” w kwestii dalszego obniżania stawek MTR.

### Słabszy kwartał PTC

Według wstępnych danych pochodzących z Deutsche Telecom przychody PTC spadły w pierwszym kwartale 2009 r/r o 20,1% do 416 mln Euro. DT podał też, że EBITDA PTC spadła w tym okresie o 40,2%, do 110 mln euro. Niemiecka spółka podała też, że liczba klientów abonamentowych PTC wzrosła w pierwszym kwartale 2009 roku o 198 tys., wobec wzrostu o 190 tys. w I kw. 2008 roku. Liczba klientów PTC na koniec 2008 roku wynosiła 13,273 mln osób, z czego liczba klientów abonamentowych wynosiła 6,327 mln.



## Netia (Kupuj)

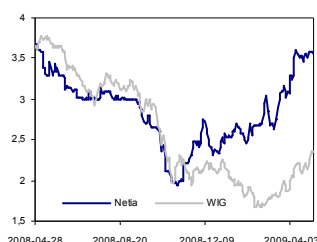
Cena bieżąca: 3,6 PLN

Cena docelowa: 3,8 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2008-11-14

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	838,0	1 121,2	33,8%	1 503,1	34,1%	1 640,3	9,1%	Liczba akcji (mln)	389,2
EBITDA	170,7	170,6	0,0%	234,0	37,1%	290,1	24,0%	MC (cena bieżąca)	1 393,2
marża EBITDA	20,4%	15,2%		15,6%		17,7%		EV (cena bieżąca)	1 087,1
EBIT	-103,8	-99,7	-4,0%	-23,4	-76,5%	36,6		Free float	100,0%
Zysk netto	-268,9	230,6		-9,9		43,3			
P/E		6,0				32,1		Zmiana ceny: 1m	7,9%
P/CE	247,1	2,8		5,6		4,7		Zmiana ceny: 6m	79,8%
P/BV	0,8	0,7		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	-1,1%
EV/EBITDA	8,4	7,0		4,6		3,5		Max (52 tyg.)	3,6
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,0



Naszym zdaniem wyjście z inwestycji Novatora i przejęcie kontroli przez fundusze inwestycyjne może przyspieszyć wejście do spółki inwestora branżowego. Na chwilę obecną Netia jest jedynym podmiotem, który w istotny sposób (na skalę ogólnopolską) jest w stanie wykorzystywać liberalizację rynku w telefonii stacjonarnej (udział w BSA 61,5%, WLR 71,5%), posiada atrakcyjną z punktu widzenia inwestorów branżowych infrastrukturę światłowodową oraz jest w stanie konsolidować rynek. Wyniki spółki będą poprawiały się w olejnych kwartałach. Podtrzymujemy pozytywną rekomendację.

### Zwolnienia grupowe

Netia zwolni 130 osób w ramach zwolnień grupowych, a około 40 zaproponuje obniżki płac w związku ze zmianą stanowiska na niższe. Zwolnienia są częścią programu redukcji kosztów, którego celem jest obniżenie bazy kosztów operacyjnych od 2010 roku o 100 mln PLN w skali roku. W 2008 zatrudnienie w Netii wzrosło o około 100 etatów w związku z przejęciem lokalnych spółek internetowych i o około 50 osób w związku z przejęciem Tele2 Polska. Po przeprowadzeniu planowanych zwolnień, od początku lipca Netia będzie zatrudniać ponad 1300 osób. Redukcja zatrudnienia oraz płac ma przynieść ok. 30-40 mln PLN oszczędności. Informacja bez wpływu na kurs, już przed kilkoma tygodniami zarząd zapowiadał, że dojdzie do zwolnień. Obecnie realizuje te plany.

### Podwyższona prognoza EBITDA, ale bez zmian!

Netia podwyższyła prognozę wyniku EBITDA na 2009 r. do 290 mln PLN (z 260 mln PLN) i rozpoczęła wdrażanie programu redukcji kosztów, którego celem jest obniżenie bazy kosztów operacyjnych od 2010 roku o 100 mln PLN w skali roku. Po uwzględnieniu kosztów restrukturyzacji EBITDA w 2009 r. ma wynieść 265 mln PLN. Przewiduje się, że związane z projektem jednorazowe koszty reorganizacji, które zostaną poniesione w 2009 roku, wyniosą do 25 mln PLN. Tym samym Netia podwyższyła średnioterminową prognozę marży EBITDA na rok obrotowy 2010 i 2012 o 3 punkty procentowe, tj. odpowiednio do 23% i 28%. Wdrożenie programu redukcji kosztów należy oceniać pozytywnie. Spółka ma potencjał w tej kwestii na płaszczyźnie kosztów osobowych, kosztów sprzedaży, utrzymania infrastruktury. Dziwi nas natomiast to, że zarząd nie podaje szczegółów dotyczących restrukturyzacji. Trudno jest nam ocenić na ile dodatkowe wydatki w kwocie 25 mln PLN planowane w 2009 roku pozwolą na redukcję ekstra kosztów (ponad już zakładane), które i tak by spadały (wolniejszy wzrost bazy abonenckiej to mniejsze wydatki związane z kosztem pozyskania i przyłączenia abonenta, obniżki MTR powodują spadek kosztów interkonektu, kończy się program rozbudowy węzłów LLU).





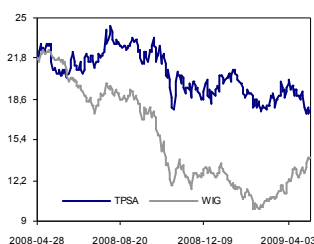
## TP SA (Akumuluj)

Cena bieżąca: 17,5 PLN    Cena docelowa: 20,3 PLN

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-04-30

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	18 244,0	18 165,0	-0,4%	17 284,2	-4,8%	17 030,0	-1,5%	Liczba akcji (mln)	1 335,6
EBITDA	7 721,0	7 630,0	-1,2%	7 012,1	-8,1%	6 759,5	-3,6%	MC (cena bieżąca)	23 360,5
marża EBITDA	42,3%	42,0%		40,6%		39,7%		EV (cena bieżąca)	27 954,3
EBIT	3 282,0	3 313,0	0,9%	2 888,2	-12,8%	2 844,1	-1,5%	Free float	46,0%
Zysk netto	2 273,0	2 188,0	-3,7%	1 850,3	-15,4%	1 973,7	6,7%		
P/E	10,8	10,9		12,6		11,8		Zmiana ceny: 1m	-8,8%
P/CE	3,6	3,7		3,9		4,0		Zmiana ceny: 6m	-13,0%
P/BV	1,4	1,4		1,4		1,4		Zmiana ceny: 12m	-22,5%
EV/EBITDA	3,9	3,9		4,0		4,0		Max (52 tyg.)	24,4
Dywid (%)	10,9	9,7		11,1		9,5		Min (52 tyg.)	17,5



1Q2009 rozczarował, dodatkowo obniżając oczekiwania dotyczące wyników na kolejne kwartały. W telefonii komórkowej obserwowany spadek przychodów r/r o 4,5% może pogłębić się w związku z obniżeniem stawek MTR - rozszerzających ich asymetrię na korzyść P4 (Play), który wywołał kolejną wojnę cenową. Sytuacja powinna ustabilizować się dopiero w 2010 roku, kiedy UKE trudno będzie przeforsować kolejne agresywne obniżki MTR ze względu na osłabienie PLN, skutkujące wzrostem benchmarku dla MTR. Spadek liczby abonentów pre-paid o 645 tys. (q/q) to częściowo efekt czyszczenia bazy z nieaktywnych kart SIM (tłumaczenie zarządu), ale również utrata klientów na rzecz innych operatorów (P4). Skala migracji jest istotnie wyższa niż przypuszczaliśmy. Z drugiej strony TP bardzo dobrze radzi sobie na rynku szerokopasmowego dostępu do internetu (udział Centertel w podłączeniach BSA wyniósł 75%, bezpośrednio TP podłączyła netto 36 tys. klientów z czego 16 tys. na bazie CDMA - najlepszy wynik od roku). W krótkim okresie czynnikiem ryzyka pozostaje nierozstrzygnięta sprawa sporu z DPTG (mało prawdopodobna decyzja w najbliższych 3 miesiącach). Pomimo wymienionych czynników ryzyka uważamy, że nie ma ryzyka, że spółka przestanie wypłacać akcjonariuszom dywidendę na poziomie co najmniej 1,5 PLN na akcje w perspektywie najbliższych kilku lat. Biorąc pod uwagę bieżącą cenę akcji, DY (1,5 PLN dywidenda, zakładamy 700 mln PLN buy-back) w br. wynosi 11,6% (nabycie prawa do dywidendy 18 czerwca). Podtrzymujemy rekomendację inwestycyjną akumuluj z ceną docelową 20,3 PLN.

### „Megaustawa”

Najprawdopodobniej „Megaustawa” zostanie skierowana na przyspieszoną ścieżkę legislacyjną. Jej celem jest stworzenie preferencji i ułatwień dla budowy infrastruktury telekomunikacyjnej przez samorządy terytorialne i podmioty użyteczności publicznej. W efekcie ma to prowadzić do stworzenia konkurencji infrastrukturalnej obok już istniejącej konkurencji usługowej. Najbardziej trudnym do wdrożenia elementem ustawy wydaje nam się znalezienie prywatnych funduszy na sfinansowanie infrastruktury dostępowej. Powodzenie projektu mogłoby zmusić TP do przyspieszenia modernizacji własnej sieci bez gwarancji ekonomicznego uzasadnienia inwestycji (wzrost CAPEX).

### Termin dywidendy

Zarząd TPSA zaproponował WZA 18 czerwca jako dzień ustalenia prawa do dywidendy, a 2 lipca jako dzień wypłaty. Zarząd zarekomenduje przeznaczenie na dywidendę 2003,47 mld PLN z zysku za 2008 r., co oznacza wypłatę w wysokości 1,5 PLN za akcję. W lutym prezes spółki, powiedział, że w II połowie roku spółka może przeprowadzić dodatkową dystrybucję zysku w formie skupu akcji lub dodatkowej dywidendy, a decyzja będzie zależała od warunków na rynku.

### Równoważność Dostępu lepsza niż podział

Wg. raportu firmy Audytem Równoważności Dostępu TPSA jako alternatywa dla jej podziału strukturalnego, jest od niej bardziej korzystna pod względem bilansu dobrobytu społecznego. Separacja funkcjonalna TPSA proponowana przez UKE może przynieść duże korzyści konsumentom, jednak jej wprowadzenie niesie ze sobą duże ryzyko zarówno prawne, jak i rynkowe. Wprowadzenie planu zaproponowanego przez TPSA niweluje część tego ryzyka, m.in. dlatego, że operator dominujący będzie aktywnie współpracował przy jego wprowadzaniu. Wg raportu wartość oczekiwana dobrobytu społecznego jest, w przypadku Równoważności Dostępu wyższa o 550 mln PLN, niż w przypadku przymusowego podziału operatora. Dla potrzeb tej oceny przyjęto, że koszt wprowadzenia pierwszego rozwiązania wyniesie 110 mln PLN. W szacunkach TP, Równoważność Dostępu miała kosztować od 110 mln PLN do 300 mln PLN, co w przypadku droższego wariantu zmniejsza różnicą pomiędzy metodami. Naszym zdaniem nie ulega wątpliwości, że podział jest skuteczniejszym narzędziem, jednak ryzyko związane z takim procesem ogromne, dlatego podtrzymujemy opinię, że UKE przyjmie



## Media

### ZenithOptimedia o rynku reklamy w 2009 i 2010 roku

Dom mediowy ZenithOptimedia opublikował swoje nowe założenia dotyczące rynku reklamowego w Polsce. Jego zdaniem wartość rynku reklamowego spadnie w bieżącym roku o 0,7% (wcześniejsza prognoza mówiła o 0,2% spadku). Branżami, które mają oprzeć się kryzysowi są Internet (wzrost o 20%) i kino (wzrost o 17%). Wydatki w telewizji mają w najlepszym razie utrzymać się na obecnym poziomie. Dla prasy codziennej wydatki mają spaść o 12,6%, dla magazynów o 13,1%, w prasie o 5,3%. Zdaniem analityków ZenithOptimedia w przyszłym roku wydatki na reklamę nieznacznie wzrosną (o 4,2%), choć w prasie (-2,5%) i magazynach (-2,3%) wciąż przewidują spadek. Mimo obniżenia prognoz, przewidywania ZenithOptimedia, są powyżej oczekiwań inwestorów, którzy przewidują kilkuprocentowy spadek rynku reklamowego. Dostatecznie optymistyczne prognozy są dla rynku telewizyjnego, gdzie niewykluczone jest nawet utrzymanie poziomu wydatków. Za bardzo pesymistyczne należy natomiast uznać wskazania dotyczące segmentów prasy i magazynów, gdzie nie tylko zakłada się drastyczny spadek wpływów w tym roku, ale również kontynuację spadków w roku następnym. Taki scenariusz miałby historyczne uzasadnienie – jest podobny do tego z kryzysu z lat 2001-2002, gdzie rzeczywiście prasa zanotowała drastyczny spadek w pierwszym roku, w kolejnym go jeszcze pogłębiając. Naszym zdaniem obecną sytuację od tej z poprzedniego kryzysu odróżniają dwa znoszące się czynniki. Z jednej strony silniejszy jest segment Internetu, a dostęp do sieci jest upowszechniony na dużo większą skalę niż na początku stulecia, co dodatkowo będzie utrudniało sytuację prasy. Z drugiej, rynek telewizyjny uległ wolumenowemu wyczerpaniu i z tego względu nie będzie w stanie poprzez wojnę cenową aż w takim stopniu pochłonąć budżety reklamowe innych segmentów.

### Wydawcy prasy protestują przeciwko legalizacji produkt placementu

Koncerny prasowe zapowiadają ostrą walkę przeciwko legalizacji produkt placementu w telewizji. W tym momencie praktyka ta jest w Polsce zabroniona, jednak stacje telewizyjne skutecznie ją omijają za pomocą tzw. sponsoringu rzeczowego. Jeżeli Polska będzie wdrażać dyrektywę unijną regulującą te praktyki to może dojść do całkowitej legalizacji produkt placementu w Polsce. Dla stacji telewizyjnych oznacza to dodatkowe pieniądze z rynku reklamowego, przy czym znaczenie legalizacji będzie miało większy wpływ na rynek w okresie koniunktury niż w chwili obecnej. Produkt placement pozwoli bowiem rozszerzyć limit czasowy przeznaczony na reklamy. Poza większym wolumenem czasu reklamowego zaletą produkt placementu jest jego duża efektywność, gdyż 5 sekundowa promocja w czasie filmu czy serialu potrafi bardziej wyróżnić produkt niż 30 sekundowy spot w długim bloku reklamowym.

### Outdoor spadł o 8% w pierwszym kwartale

Według raportu Izby Gospodarczej Reklamy Zewnętrznej wartość reklamy w tym segmencie spadła w pierwszym kwartale 2009 roku o 12,1 mln PLN do 136,9 mln PLN. Zdaniem IGRZ poza czynnikami ekonomicznymi na spadek wartości rynku wpłynęło zmniejszenie powierzchni reklamowej (zwłaszcza w segmencie Premium) wskutek zmian w przepisach dotyczących nośników umieszczanych w pasie drogi. Jednocześnie IGRZ podtrzymała swoje wcześniejsze prognozy mówiące o płaskiej dynamice rynku w tym roku. Słaby wynik outdooru wpisuje się w trudny dla rynku reklamowego pierwszy kwartał. Duże załamanie rynku reklamowego jest jednak naszym zdaniem już uwzględnione w wycenie spółek mediowych.



## Agora (Kupuj)

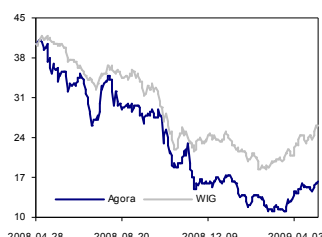
Cena bieżąca: 16 PLN

Cena docelowa: 35,6 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2008-11-14

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 152,0	1 277,7	10,9%	1 282,2	0,4%	1 333,0	4,0%	Liczba akcji (mln)	55,0
EBITDA	198,6	155,6	-21,7%	160,6	3,2%	195,9	22,0%	MC (cena bieżąca)	879,6
marża EBITDA	17,2%	12,2%		12,5%		14,7%		EV (cena bieżąca)	747,3
EBIT	120,3	71,8	-40,3%	85,3	18,9%	121,7	42,6%	Free float	37,0%
Zysk netto	100,2	23,3	-76,7%	73,5	215,7%	103,8	41,1%		
P/E	8,8	37,8		12,0		8,5		Zmiana ceny: 1m	12,3%
P/CE	4,9	8,2		5,9		4,9		Zmiana ceny: 6m	-15,9%
P/BV	0,7	0,8		0,8		0,7		Zmiana ceny: 12m	-60,0%
EV/EBITDA	3,3	5,0		4,7		3,7		Max (52 tyg.)	41,0
Dyield (%)	9,4	14,1		9,9		8,8		Min (52 tyg.)	11,0



Przed spółką okres słabych wyników związany ze spadkiem wydatków reklamowych, które w największym stopniu dotkną prasy (nawet -15 r/r). Podtrzymujemy opinię, że rynek zdyskontował już słabe wyniki 2009. Kryzys powoduje, że konkurencyjne ogólnopolskie dzienniki opiniotwórcze znajdują się w dużo trudniejszej sytuacji niż Gazeta, o czym najlepiej świadczą informacje napływające z Rzeczypospolitej. Podtrzymujemy pozytywną rekomendację dla akcji spółki.

### Rzeczpospolita dla ZPR?

Ministerstwo Skarbu Państwa rozpoczęło negocjacje ze Zjednoczonym Przedsiębiorstwem Rozrywkowym (ZPR) w sprawie kupna akcji Przedsiębiorstwa Wydawniczego "Rzeczpospolita". Po ostatnich doniesieniach spodziewaliśmy się, że SP odstąpi od sprzedaży wydawnictwa w br. i poczeka na efekty restrukturyzacji. Nie zmieniamy zdania, że bez dużego mediowego koncernu (pakietowa sprzedaż reklam, jak w Axel Springer czy Agorze) Rzeczpospolitej będzie trudno utrzymać pozycję rynkową.

### Wpływy reklamowe dzienników

Wpływy reklamowe dzienników w I kwartale 2009 roku spadły o 14% w porównaniu do analogicznego okresu rok temu. Gazeta Wyborcza zmniejszyła w I kwartale 2009 roku cennikowe wpływy z reklam do poziomu 549,19 mln PLN, czyli o 57 mln PLN (-22%). Dziennik Polska (Polskapresse), zanotował przychody reklamowe na poziomie 69,5 mln PLN (-9%). W dalszej kolejności plasował się Fakt (Axel Springer Polska) - 41,54 mln PLN (-14%); Rzeczpospolita - 36,9 mln PLN (-16%) i Dziennik - 30,2 mln PLN (-28%). Wszystkie monitorowane gazety codzienne zarobiły 549,1 mln PLN wobec 640,6 mln PLN w analogicznym okresie 2008 roku (dane cennikowe, dane bez autopromocji). Należy pamiętać, że dane te nie zawierają rabatów i w stosunku do danych rzeczywistych wykazują większą zmienność. Szacujemy, że w 1Q2009 przychody reklamowe Gazety obniżyły się o ok. 14% r/r.

### Wyższa cena Gazety

Agora podniosła od 10 kwietnia ceny Gazety Wyborczej do 2,0 PLN (z 1,8 PLN), a wydania weekendowe (piątkowe i sobotnie) do 2,50 PLN. Gazeta w prenumeracie teczkowej będzie kosztowała 1,60 PLN. Wg naszych szacunków (przy innych czynnikach stałych) zwiększa to, zysk operacyjny spółki w pełnym roku obrotowym o 18-20 mln PLN. W roku 2009 będzie to czynnik amortyzujący wzrost cen papieru (osłabienie PLN w stosunku do Euro) oraz spadku wpływów reklamowych.



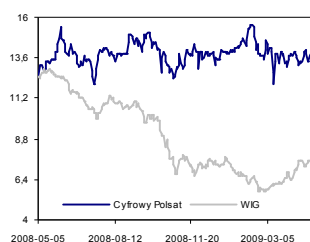
## Cyfrowy Polsat (Kupuj)

Cena bieżąca: 13,8 PLN    Cena docelowa: 15,9 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-03-26

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	796,7	1 129,4	41,8%	1 336,8	18,4%	1 424,8	6,6%	Liczba akcji (mln)	268,3
EBITDA	165,9	346,1	108,6%	458,0	32,3%	516,9	12,9%	MC (cena bieżąca)	3 702,9
marża EBITDA	20,8%	30,6%		34,3%		36,3%		EV (cena bieżąca)	3 449,8
EBIT	145,1	323,5	122,9%	427,1	32,0%	485,5	13,7%	Free float	27,9%
Zysk netto	113,4	270,6	138,6%	351,4	29,9%	403,8	14,9%		
P/E	32,6	13,7		10,5		9,2		Zmiana ceny: 1m	2,5%
P/CE	27,6	12,6		9,7		8,5		Zmiana ceny: 6m	7,1%
P/BV	60,6	12,5		7,9		5,8		Zmiana ceny: 12m	12,8%
EV/EBITDA	22,7	10,3		7,5		6,4		Max (52 tyg.)	15,5
Dyield (%)	0,0	1,0		4,8		6,3		Min (52 tyg.)	12,0



W maju notowania Cyfrowego Polsatu będą wspierane przez publikację dobrych naszym zdaniem wyników finansowych. Ponadto istotny wpływ na notowania będzie miała sytuacja na rynku walutowym. Kontynuacja trendu umacniania się złotego względem dolara amerykańskiego i euro powinna pozytywnie wpływać na notowania spółki. Z drugiej strony naszą niepewność budzi możliwość ogłoszenia wraz z publikacją wyników powrotu do transakcji zakupu Sferii, co z pewnością nie spotkałoby się z przychylną reakcją rynku. Uwzględniając, że ten ostatni ma wyłącznie charakter spekulacji podtrzymujemy nasze zalecenie dotyczące kupna akcji Cyfrowego Polsatu.

### Wykonanie opcji dotyczącej pakietu w Sferii

Spółka poinformowała o wykonaniu przysługującej opcji sprzedaży pakietu Sferii. Na jej mocy Cyfrowy Polsat odzyskał zainwestowane środki powiększone o umowne odsetki. Informacja o zakupie udziałów w Sferii spotkała się z nieprzychylną reakcją inwestorów i została przez spółkę anulowana dwa dni po zdarzeniu. Ostateczne wykonanie opcji oznacza realne odzyskanie zainwestowanych pieniędzy, które powinny zostać przychylnie odebrane przez inwestorów.

### Przerwane walne, na razie bez decyzji o dywidendzie

Akcjonariusze Cyfrowego Polsatu po wniosku Zygmunta Solorza zdecydowali o przerwaniu obrad WZA do 14 maja. Wyrażamy nadzieję, że nie ma to nic wspólnego z drogimi planami akwizycyjnymi spółki. Powrót do pomysłu zakupu Sferii może oznaczać ograniczenie kwoty dywidendy bądź jej całkowite wstrzymanie. Ponowne przystąpienie do zakupu Sferii na warunkach analogicznych do poprzedniej, anulowanej transakcji uznalibyśmy za bardzo złą informację dla spółki.



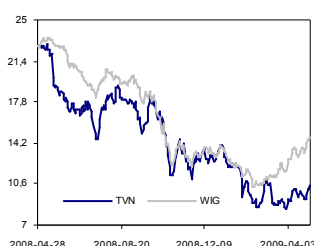
## TVN (Kupuj)

Cena bieżąca: 10,2 PLN    Cena docelowa: 11,9 PLN

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-02-04

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 554,7	1 897,3	22,0%	1 955,2	3,1%	2 055,9	5,2%	Liczba akcji (mln)	349,4
EBITDA	552,6	711,4	28,7%	634,7	-10,8%	650,7	2,5%	MC (cena bieżąca)	3 553,2
marża EBITDA	35,5%	37,5%		32,5%		31,7%		EV (cena bieżąca)	5 023,5
EBIT	480,5	631,9	31,5%	543,6	-14,0%	549,5	1,1%	Free float	40,9%
Zysk netto	241,8	363,7	50,4%	338,1	-7,0%	330,3	-2,3%		
P/E	14,6	9,8		10,5		10,8		Zmiana ceny: 1m	17,6%
P/CE	11,3	8,0		8,3		8,2		Zmiana ceny: 6m	-24,5%
P/BV	2,5	2,2		2,0		1,8		Zmiana ceny: 12m	-53,1%
EV/EBITDA	7,6	6,4		7,9		8,1		Max (52 tyg.)	22,9
Dywid (%)	3,7	3,4		5,1		4,8		Min (52 tyg.)	8,4



Wyniki jakie zaprezentuje TVN za pierwszy kwartał powinny być bardzo dobre jakościowo na poziomie operacyjnym, co powinno z zadowoleniem zostać przyjęte przez inwestorów. Negatywne niespodzianki pojawią się na poziomie finansowym sprawozdania, gdzie spółka pokaże znaczne koszty wynikające przede wszystkim z ujemnych różnic kursowych powstałych na przeszacowaniu długu walutowego. Kontynuacja trendu umocnienia złotego powinna jednak naszym zdaniem powodować, że ten poziom rachunku wyników będzie w mniejszym stopniu uwzględniany w decyzjach inwestycyjnych z uwagi na fakt, że duża część poniesionych strat zostanie najprawdopodobniej odwrócona już w drugim kwartale. Z uwagi na te aspekty podtrzymujemy rekomendację kupuj dla akcji TVN i zalecamy przeważanie ich w portfelu w perspektywie najbliższego miesiąca.

### Zamknięcie kanału TVN Lingua

Spółka poinformowała, że zamknięty zostanie do 15 lipca kanał TVN Lingua ze względu na nie osiągnięcie w terminie 2 lat od startu rentowności na poziomie EBITDA. Zamknięcie kanału należy potraktować jako dobry ruch zarządu, choć biorąc pod uwagę skalę przedsięwzięcia nie będzie miał on istotnego wpływu na wyniki spółki.

### Realizacja transakcji zakupu 'n'

Spółka dokonała zakupu 26% udziałów w platformie 'n'. O umowie ramowej do transakcji spółka informowała w marcu. Kwota przekazana do ITI różni się jednak od tej podanej w komentarzu do umowy ramowej. W komunikacie mowa jest o 27,8 mln euro przekazanych ITI, podczas gdy umowa ramowa mówiła o 30,7 mln PLN. Różnica wynika najprawdopodobniej z przepływów jakie miały miejsce pomiędzy ITI a ITI Neovision w okresie do zawarcia transakcji.

### Wywiad z prezesem Walterem

W wywiadzie dla „Parkietu” prezes Piotr Walter wypowiedział się na temat pierwszego etapu programu oszczędnościowego wprowadzonego w spółce. W jego ramach zatrudnienie zostało zredukowane o 20 osób i zamrożono procesy rekrutacyjne. Do tego Grupa oszczędności będzie szukać w wydatkach administracyjnych: szkoleniach, doradztwie, podróżach, konferencjach, energii. W odniesieniu do sprzedaży czasu reklamowego prezes przyznał, że po dobrym styczniu i lutym, marzec przyniósł rozczarowanie. Poinformował również, że na koniec marca platforma 'n' miała 549 tys. abonentów, a Telewizja na Kartę 179 tys. abonentów. Po raz kolejny zdementował jakiegokolwiek zainteresowanie Multikinem ze strony TVN. Marzec jest miesiącem o największym znaczeniu dla wyników pierwszego kwartału, dlatego niewykonanie planu sprzedażowego w tym miesiącu może powodować, że wzrosty stycznia i lutego zostały kompletnie zredukowane. Utrzymanie poziomu EBITDA pierwszego kwartału będzie, więc zależało w dużej mierze od skali w jakiej uda się zapanować nad kosztami w ramach programu oszczędnościowego. Pozytywną informacją jest kolejny wzrost liczby abonentów platformy 'n' choć należy zauważyć, że jest on wciąż blisko połowę niższy od wzrostu jakiego można oczekiwać w tym okresie od Cyfrowego Polsatu.

### Prezes Wejchert o Onecie

Łukasz Wejchert, prezes Onetu udzielił wywiadu, w którym oszacował tempo wzrostu przychodów reklamowych w swojej spółce jako poniżej zeszłorocznego tempa (14%) niemniej wciąż z pozytywną dynamiką. Jego zdaniem słabsza koniunktura w segmencie reklamy graficznej jest rekompensowana przez rosnące przychody z lokalizatora internetowego zumi.pl oraz serwisu randkowego sympatia.pl. Jego zdaniem Onet może wykorzystać słabszą koniunkturę w branży do przeprowadzenia kilku mniejszych przejęć, których łączną kwotę oszacował na „kilka milionów złotych”. Przejęcia miałyby być finansowane ze źródeł własnych Onetu. Prezes Wejchert stwierdził ponadto, że rynek reklamy internetowej z pewnością



wzrośnie w tym roku, a celem Onetu będzie wzrost przynajmniej w tempie wzrostu rynku. Wzrost segmentu online szacujemy w tym roku na 15-18%. Onetowi, który rozwijał się w zeszłym roku wolniej od całości rynku paradoksalnie w okresie kryzysu powinno być dużo łatwiej przebić dynamikę rynku, gdyż należy się spodziewać, że spora ilość małych komercyjnych projektów zostanie zamkniętych ze względu na nierentowność. Tempo wzrostu Onetu w pierwszym kwartale, jeżeli uznać, że jest rzeczywiście „dużo niższe” od zeszłorocznego należałoby uznać za rozczarowanie.

### **Obniżenie ratingu kredytowego**

Moody's Investors obniżył rating kredytowy TVN z Baa2 do Baa3 podwyższając jednocześnie perspektywę ratingu z negatywnej na stabilną. Rating dla emisji euroobligacji został utrzymany na poziomie Baa3. Obniżenie ratingu spółki odzwierciedla większe ryzyko płynnościowe związane z zakupem 'n' oraz trudniejsze otoczenie makro, które może wpływać na pogorszenie wyników spółki w najbliższym okresie. Nie będzie miało natomiast wpływu na koszty finansowania spółki, gdyż lwią część zadłużenia spółki stanowi zadłużenie długoterminowe, którego spłata przypada za 4 lata, a ponadto rating euroobligacji nie uległ zmianie.



## WSiP (Kupuj)

Cena bieżąca: 14 PLN

Cena docelowa: 18,9 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2008-12-09

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	224,9	194,5	-13,5%	190,6	-2,0%	192,5	1,0%	Liczba akcji (mln)	24,8
EBITDA	34,6	53,5	54,6%	46,4	-13,1%	47,1	1,3%	MC (cena bieżąca)	346,4
marża EBITDA	15,4%	27,5%		24,4%		24,4%		EV (cena bieżąca)	304,0
EBIT	29,8	49,8	66,8%	42,1	-15,3%	42,5	1,0%	Free float	36,6%
Zysk netto	49,2	41,5	-15,6%	35,6	-14,0%	35,7	0,2%		
P/E	7,5	8,4		9,7		9,7		Zmiana ceny: 1m	6,5%
P/CE	6,9	7,7		8,7		8,6		Zmiana ceny: 6m	4,5%
P/BV	3,0	2,9		3,1		3,1		Zmiana ceny: 12m	-13,5%
EV/EBITDA	8,7	5,5		6,5		6,5		Max (52 tyg.)	16,6
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	11,5



Ze względu na fakt, że wyniki pierwszego kwartału mają marginalne znaczenie w kontekście całorocznego wyniku finansowego spodziewamy się, że notowania spółki powinny być w bieżącym miesiącu w miarę stabilne bez znacznych zmian w rynkowej wycenie. Pewnym bodźcem do wzrostu może być przegłosowanie skupu akcji własnych, jednak biorąc pod uwagę, że spółka już wcześniej deklarowała przeznaczenie całego zysku na skup bądź dywidendę czynnikiem wzrostowym może być dodatkowe 4,5 mln PLN z kapitału zapasowego przeznaczone na buyback oraz forma wezwania. W dłuższej perspektywie podtrzymujemy swoje pozytywne nastawienie do akcji spółki i rekomendację kupuj.

### Do 45 mln PLN na skup akcji własnych

W projektach uchwał walnego zgromadzenia akcjonariuszy zwołanego na 18 maja 2009 roku znajdują się propozycję przeznaczenia kwoty 45 mln PLN na skup akcji własnych. Skup za zostać przeprowadzony w drodze wezwania. Na skup ma zostać przeznaczony wypracowany w zeszłym roku zysk netto oraz około 4,5 mln PLN z kapitału obrotowego. Kwota buybacku może być naszym zdaniem ewentualnie zrewidowana w dół o różnicę na zysku netto jaka powstała pomiędzy raportem za czwarty kwartał a raportem rocznym w wysokości 1,5 mln PLN.



## Sektor IT

### PMR o rynku IT w 2009 roku

W najnowszym raporcie PMR obniżył swoje prognozy dotyczące wzrostu rynku informatycznego w Polsce z 14,7% do 1,2%. Jednocześnie za segment, który najbardziej ucierpi na kryzysie uznany został sprzęt (zarówno producenci jak i dystrybutorzy). Prognozy były sporządzane przy wzroście PKB w Polsce na poziomie 0,4%. Zarówno same trudności branży jak i relatywnie trudniejsza sytuacja segmentu sprzętowego jest widoczna już od dłuższego czasu. Bez wpływu na kurs.

### ABC Data o wynikach pierwszego kwartału i tendencjach rynkowych

Prezes ABC Daty, Andrzej Sobol ocenił pozytywnie wyniki osiągnięte przez spółkę w pierwszym kwartale mimo, że przychody na rynku polskim zanotowały lekki spadek. Jego zdaniem na dobre wyniki spółki, mimo spadku sprzedaży do klientów korporacyjnych wpłynął wzrost sprzedaży do klientów indywidualnych i właśnie segment konsumencki może być tym, który będzie ratował kondycję branży dystrybucyjnej. Klienci indywidualni reagują na sytuację makroekonomiczną z pewnym opóźnieniem w porównaniu do przedsiębiorstw. Dlatego też oczekujemy, że również ten segment dotknie wkrótce mocniejsze załamanie i nie spodziewamy się, by był on w stanie wraz ze wzrostem bezrobocia być czynnikiem wzrostu dla rynku.

### Raport NIK na temat informatyzacji administracji publicznej

Po przeprowadzonej kontroli NIK skrytykował postępy we wdrażaniu elektronicznej Platformy Usług Administracji Publicznej. Zarzucił MSWiA między innymi nieterminowe oddawanie do użytku kolejnych funkcji platformy m.in. podpisu elektronicznego (maj 2008). Opóźnienia w realizacji programu informatyzacji kraju nie są niczym nowym. Lista nierozpisanych nawet jeszcze przetargów, które teoretycznie powinny zbliżyć się do ukończenia jest bardzo długa. Nie spodziewamy się, by w krótkim terminie może coś się zmienić w tym zakresie, choć z pewnością raport NIK przyniesie dodatkową motywację dla MSWiA. Oczekujemy, że przetargi w ramach dawnego Planu Informatyzacji Państwa mogą ruszyć najwcześniej w 2010 roku.

### TPSA ścina wydatki na IT

Prezes TPSA zapowiedział, że informatyka będzie jednym z pięciu głównych obszarów programu oszczędnościowego Telekomunikacji Polskiej. W jego ramach spółka planuje renegotjować umowy serwisowe oraz ograniczyć listę dostawców. Po słabych wynikach pierwszego kwartału powrócił temat konsolidacji zamówień na IT. Wszyscy duzi giełdowi gracze znaleźli się na skróconej liście dostawców TP, więc nie spodziewamy się, by program oszczędnościowy mógł ich dotknąć. Wręcz przeciwnie, nawet w przypadku redukcji wydatków na IT, Asseco Poland czy Sygnity mogą paradoksalnie zyskać większe zamówienia ze względu na fakt, że przejmą zlecenia mniejszych dostawców.

## Asseco Poland

### Umowa ramowa z Telekomunikacją Polska

Asseco poinformowało o podpisaniu umowy ramowej z Telekomunikacją Polską dotyczącą wykonywania przez Asseco Poland na rzecz Telekomunikacji Polskiej prac programistycznych, konsultingowych i wdrożeniowych. Umowa obowiązywać będzie do końca czerwca 2011 r. Już wcześniej spółka informowała, że znajdzie się na skróconej liczbie dostawców narodowego operatora więc informacja jest tylko potwierdzeniem tego faktu.

### WZA o sprzedaży nieruchomości i o wypłacie dywidendy

Zwołane na 26 maja 2009 roku Walne Zgromadzenie akcjonariuszy zadecyduje o wypłacie dywidendy z zeszłorocznego zysku. W projektach uchwał znajduje się też punkt dotyczący sprzedaży nieruchomości. Komunikat nie zawiera szczegółów dotyczących treści projektów uchwał, ale według wcześniejszych zapowiedzi zarządu spółki tegoroczna dywidenda ma wynieść 70 mln PLN. W przypadku nieruchomości to spółka z jednej strony przejęła w zamian za część zadłużenia nieruchomość w Katowicach należącą do Prokom Investment, buduje też swoje centrum biurowe na Wilanowie. Z drugiej strony spółka będzie potrzebować zasobów gotówkowych w perspektywie dalszych planów akwizycyjnych. Dlatego też sprzedaż nieruchomości Combicaty wydaje się w tym kontekście rozsądnym posunięciem.

## Sygnity

### Sprzedaż aktywów już wkrótce?

Prezes spółki, Piotr Kardach poinformował, że w ciągu kilku tygodni Sygnity może sprzedać część swoich aktywów obejmujących m.in. spółki geodezyjne (KPG i Geomar) oraz spółki outsourcingowe. Przed terminem lipcowej spłaty głównej transzy obligacji spółka chce mieć 20 mln PLN ze sprzedaży aktywów. Prezes Kardach poinformował również, że nie wyklucza wejścia do konsorcjum finansującego działalność spółki zagranicznego podmiotu. Nie jest



tajemnicą, że problemy płynnościowe są największą bolączką i zarazem najważniejszym czynnikiem ryzyka w działalności Sygnity. Dlatego tak ważna jest dla spółki pomyslna sprzedaż części aktywów, tym bardziej, że konsorcjum finansujące skurczyło się o jeden z banków, co oznaczało konieczność spłaty części zadłużenia przypadającej na ten bank. Wobec bardzo prawdopodobnej konieczności wykupu lipcowej transzy obligacji (50 mln PLN) sprzedaż aktywów/pozyskanie nowego podmiotu finansującego byłyby bardzo dobrą wiadomością.

### **Ness Technologies zainteresowane Sygnity?**

Według spekulacji „Parkietu” Ness Technologies byłoby zainteresowane przejęciem kontroli nad Sygnity. Trudno nam odnieść się do tych spekulacji. Podobna informacja była podawana przez gazetę pół roku temu jednak wtedy okazało się to jedynie plotką. Chęć zakupu pakietu kontrolnego w Sygnity przez NT byłoby z pewnością dobrą informacją, jednak póki co trudno ocenić prawdopodobieństwo takiego zdarzenia. Zgodnie z wypowiedziami przedstawicieli NT szukają oni raczej wzmocnienia w branży finansowej i telekomunikacyjnej, co obniżałoby trochę prawdopodobieństwo zakupu Sygnity, które z kolei jest silniejsze w sektorze publicznym i segmencie użyteczności publicznej.



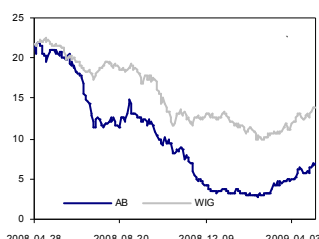
## AB (Kupuj)

Cena bieżąca: 6,8 PLN      Cena docelowa: 10,31 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-04-30

(mIn PLN)	2007/08	2008/09P	zmiana	2009/10P	zmiana	2010/11P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 012,2	2 700,6	-10,3%	2 749,4	1,8%	2 999,8	9,1%	Liczba akcji (mln)	16,0
EBITDA	39,5	79,6	101,5%	40,7	-48,9%	44,3	9,0%	MC (cena bieżąca)	108,5
marża EBITDA	1,3%	2,9%		1,5%		1,5%		EV (cena bieżąca)	256,8
EBIT	35,2	74,2	110,9%	35,2	-52,6%	38,8	10,1%	Free float	51,3%
Zysk netto	16,1	21,9	36,0%	14,3	-34,6%	19,3	35,0%		
P/E	6,7	5,0		7,6		5,6		Zmiana ceny: 1m	41,8%
P/CE	5,3	4,0		5,5		4,4		Zmiana ceny: 6m	-19,0%
P/BV	0,5	0,5		0,5		0,4		Zmiana ceny: 12m	-68,4%
EV/EBITDA	7,8	3,3		6,3		5,8		Max (52 tyg.)	22,0
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,7



Spółka zaprezentuje naszym zdaniem bardzo dobre wyniki finansowe za trzeci kwartał swojego roku obrotowego, co naszym zdaniem bardzo mocno wspierać będzie majowe notowania giełdowe. Realizacja naszych prognoz uprawdopodobnia scenariusz osiągnięcia przez spółkę ponad 22 mln PLN zysku netto, co implikuje przy bieżącej wycenie wskaźnik P/E na poziomie 5,5. Tak niska wycena rynkowa skłania nas do podtrzymania rekomendacji kupuj dla spółki oraz zalecenia przeważania akcji AB w perspektywie najbliższego miesiąca.

### Zakończenie modernizacji centrum logistycznego

Spółka poinformowała o uruchomieniu systemu automatyki magazynowej we wrocławskim centrum logistycznym wraz z oddaniem nowej hali magazynowej, stanowił on projekt modernizacji logistycznej spółki. Obecnie po jej zakończeniu kubatura magazynu wzrosła o ponad 80% do 120,5 tys. m<sup>3</sup>, docelowa wydajność systemu wzrosła z 34,5 do 160 tys. jednostek dziennie. Wprowadzone zmiany mają obniżyć koszty działalności o 2 mln PLN w skali roku. Odnowione centrum logistyczne będzie miało znaczenie przede wszystkim w czasie koniunktury, kiedy rzeczywiście będzie szansa na pełne wykorzystanie mocy magazynu, jednak już teraz wpływ centrum będzie istotny. Poza wspomnianymi oszczędnościami powinien bowiem pozwolić na skrócenie cyklu obrotów zapasów, co z kolei powinno umożliwić spółce redukcję kapitału obrotowego i spłatę części zadłużenia zaciągniętego na jego finansowanie.



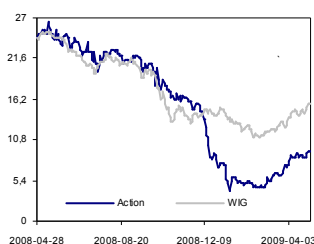
## Action (Kupuj)

Cena bieżąca: 9,3 PLN      Cena docelowa: 12,3 PLN

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-04-30

(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%	3 320,6	41,7%	2 489,8	-25,0%	Liczba akcji (mln) 17,2
EBITDA	37,7	66,3	75,8%	59,3	-10,5%	50,5	-14,9%	MC (cena bieżąca) 160,2
marża EBITDA	2,1%	2,8%		1,8%		2,0%		EV (cena bieżąca) 271,1
EBIT	30,4	58,3	91,9%	46,3	-20,6%	41,5	-10,4%	Free float 35,9%
Zysk netto	22,0	33,8	53,4%	25,6	-24,4%	24,3	-4,8%	
P/E	6,9	4,7		6,3		6,6		Zmiana ceny: 1m 26,2%
P/CE	5,2	3,8		4,2		4,8		Zmiana ceny: 6m -42,4%
P/BV	1,1	0,9		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m -62,8%
EV/EBITDA	5,8	4,7		4,6		5,8		Max (52 tyg.) 26,5
Dywid (%)	0,0	2,8		14,8		3,2		Min (52 tyg.) 4,1



Action publikuje wyniki trzeciego kwartału roku obrotowego dopiero w czerwcu. Naszym zdaniem będą one korzystne dla spółki i spodziewamy się, że oczekiwania te znajdą pozytywne przełożenie na notowania spółki. Podtrzymujemy nasze zalecenie kupna akcji spółki oraz rekomendujemy przeważanie ich w portfelu w najbliższym miesiącu.



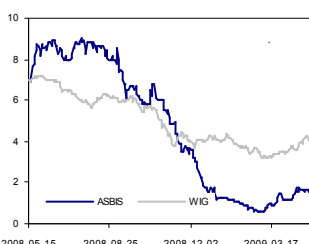
## ASBIS (Kupuj)

Cena bieżąca: 1,6 PLN      Cena docelowa: 2,16 PLN

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-04-30

(mIn USD)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)
Przychody	1 397,3	1 495,3	7,0%	1 252,0	-16,3%	1 339,9	7,0%	Liczba akcji (mln) 55,5
EBITDA	27,6	18,2	-34,2%	10,2	-43,7%	15,8	54,4%	MC (cena bieżąca) 88,8
marża EBITDA	2,0%	1,2%		0,8%		1,2%		EV (cena bieżąca) 106,1
EBIT	25,7	15,3	-40,4%	7,3	-52,2%	12,8	75,2%	Free float 34,2%
Zysk netto	18,7	4,0	-78,5%	-1,1		4,9		
P/E	1,4	6,7				5,5		Zmiana ceny: 1m 38,7%
P/CE	1,3	4,0		15,2		3,5		Zmiana ceny: 6m -70,0%
P/BV	0,3	0,3		0,3		0,3		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	3,1	5,9		10,4		7,2		Max (52 tyg.) 9,0
Dywid (%)	10,3	35,6		0,0		7,5		Min (52 tyg.) 0,6



Słabe wyniki, które za pierwsze trzy miesiące roku pokaże Asbis naszym zdaniem negatywnie wpłyną na notowania spółki i przyczynią się przynajmniej częściowej korekty wzrostów ostatnich tygodni. Z tego też względu zalecamy niedoważanie akcji Asbisu, w najbliższych tygodniach. Z drugiej strony uważamy, że bieżąca wycena stanowi spore dyskonto do wartości likwidacyjnej spółki, a przeprowadzone przez Asbis zmiany restrukturyzacyjne pomogą spółce przetrwać trudny rok i zrealizować istniejący upside. Dlatego podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla akcji Asbisu.

### W tym roku bez dywidendy

W projektach uchwał na Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy, które ma się odbyć 5 maja 2009 roku znajduje się propozycja Zarządu w sprawie nie wypłacenia w tym roku dywidendy i przeznaczenia całego wypracowanego w zeszłym roku zysku na kapitał zapasowy. Decyzja ta jest w naszym mniemaniu rozsądna, a podyktowana jest słabszym okresem jaki spodziewany jest po 2009 roku i nie powinna być dla inwestorów zaskoczeniem. Wobec znacznego udziału zarządu w akcjonariacie uważamy



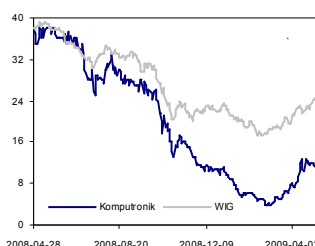
## Komputronik (Trzymaj)

Cena bieżąca: 11,4 PLN    Cena docelowa: 10,97 PLN

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-04-30

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	519,3	757,9	45,9%	855,2	12,8%	995,4	16,4%	Liczba akcji (mln)	8,2
EBITDA	12,1	10,8	-10,5%	10,8	-0,2%	15,7	45,8%	MC (cena bieżąca)	93,4
marża EBITDA	2,3%	1,4%		1,3%		1,6%		EV (cena bieżąca)	150,5
EBIT	10,3	5,6	-45,4%	5,1	-9,7%	9,9	95,2%	Free float	20,3%
Zysk netto	10,3	5,6	-45,4%	5,1	-9,7%	9,9	95,2%		
P/E	8,2	16,6		18,4		9,4		Zmiana ceny: 1m	41,0%
P/CE	7,0	8,7		8,7		5,9		Zmiana ceny: 6m	-31,2%
P/BV	1,0	0,7		0,7		0,6		Zmiana ceny: 12m	-67,8%
EV/EBITDA	4,4	10,3		14,0		9,9		Max (52 tyg.)	38,0
Dyield (%)	0,6	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,8



**Wyniki pierwszego kwartału w Grupie Komputronik będą determinowane przez słabą postawę Karen oraz deprecjację polskiej waluty, która podniesie koszty czynszów. Wyniki nie będą więc w naszej opinii stanowiły uzasadnienia dla dużego wzrostu kursów ostatnich dwóch miesięcy, co może spowodować, że akcje Komputronika będą się w maju zachowywały słabiej od rynku. W dłuższej perspektywie czasowej utrzymujemy neutralne nastawienie do akcji spółki.**

### Zbycie udziałów w KEN

Spółka poinformowała w komunikacie o sprzedaży 60% pakietu akcji w spółce zależnej KEN Technologies. Do tej pory udział Komputronika w tym przedsięwzięciu wynosił 80%, a spółka w ramach Grupy specjalizowała się w przetargach publicznych. Kwota sprzedaży wyniosła 11,55 mln PLN. Dla samego księgowego wyniku finansowego operacja powinna być neutralna. Wartość księgowa udziałów była o nieco ponad 4 tys. PLN niższa od otrzymanej kwoty. Sam KEN ze względu na bardzo niestabilne środowisko walutowe nie partycypował zbyt mocno w wynikach minionego roku, gdyż duża część przetargów została anulowana ze względu na kłopoty z dotrzymaniem warunków przetargowych. Zmniejszenie udziału w powyższym przedsięwzięciu do 20% oznacza wyjęcie spółki z pełnej konsolidacji i konsolidowanie jej metodą praw własności. Należy przy tym zwrócić uwagę, że w KEN znajdował się swap walutowy w jenach, którego ujemna wycena wpływała na wynik finansowy poprzedniego roku oraz najprawdopodobniej wpłynie na wynik 1Q2009. W kolejnych miesiącach konsolidacja metodą praw własności pozwoli Komputronikowi uwzględniać w swoich rachunkach tylko przypadającą część strat z tego tytułu, tj 20%.

### Prognoza wyników sprzedaży w 1Q2009

Zarząd Komputronika poinformował w komunikacie, że zrealizowana przez niego sprzedaż wyniosła 186,9 mln PLN i była o 29% wyższa od sprzedaży zrealizowanej w analogicznym okresie 2008 roku. Opublikowane dane dotyczą sprawozdania jednostkowego, więc należałoby do nich dodać jeszcze konsolidowaną część sprzedaży Karen. Dobry wynik sprzedaży wynika naszym zdaniem z faktu, że w okres dojrzałości wchodziły sklepy otwierane w zeszłym roku, które w wielu przypadkach zostały otwarte dopiero po 1Q2008, co mimo pogorszenia się koniunktury w branży wpływa na wzrost wolumenów sprzedaży. Oczekujemy, że pozytywna dynamika utrzyma się w przekroju całego bieżącego roku choć w kolejnych kwartałach powinna być już zdecydowanie niższa. Dobra sytuacja w sklepach franszysowych i partnerskich może pośrednio wskazywać również, że poprawiła się sytuacja w Karen, gdyż jego salony stanowią obecnie część sieci franszysowej Komputronika.

### Planowany skup 300 tys. akcji

Komputronik przeprowadzi skup 300 tys. akcji za kwotę 3 mln PLN i zaofertuje je pracownikom w ramach programu motywacyjnego. Implikowałoby to cenę zakupu na poziomie 10 PLN za akcję, a zatem poniżej bieżącej ceny rynkowej.



## Metale



### Kęty (Kupuj)

Cena bieżąca: 72 PLN

Cena docelowa: 109,4 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2008-08-04

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 253,0	1 183,5	-5,5%	982,3	-17,0%	1 139,5	16,0%	Liczba akcji (mln)	9,2
EBITDA	194,0	190,2	-2,0%	170,3	-10,5%	181,7	6,7%	MC (cena bieżąca)	664,2
marża EBITDA	15,5%	16,1%		17,3%		15,9%		EV (cena bieżąca)	969,4
EBIT	141,9	128,3	-9,5%	108,1	-15,8%	119,6	10,7%	Free float	46,0%
Zysk netto	97,8	63,4	-35,2%	64,4	1,7%	77,3	19,9%		
P/E	6,8	10,5		10,3		8,6		Zmiana ceny: 1m	10,9%
P/CE	4,4	5,3		5,2		4,8		Zmiana ceny: 6m	44,0%
P/BV	0,9	0,9		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	-38,2%
EV/EBITDA	5,3	5,4		5,7		5,0		Max (52 tyg.)	118,0
Dyiel (%)	5,6	6,3		6,5		6,7		Min (52 tyg.)	49,5



Wyniki spółki za 1Q2009 były zgodne z oczekiwaniami i wcześniej prezentowaną prognozą zarządu. Naszym zdaniem najgorsze momentum spółka ma za sobą. Obecnie wkracza w okres sezonowego wzrostu popytu na wyroby wyciskane. Powoli rosną zamówienia od głównych odbiorców. Słaby PLN chroni rynek krajowy przed importem. W 2Q spółce pomoże również umocnienie PLN (dodatki wynik na pozycjach bilansowych). Podtrzymujemy pozytywną rekomendację.



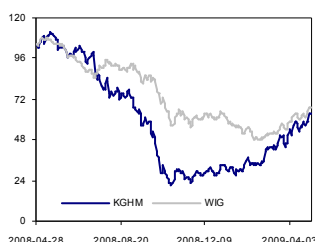
## KGHM (Akumuluj)

Cena bieżąca: 63,1 PLN    Cena docelowa: 49,2 PLN

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-04-02

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	12 183,0	11 302,9	-7,2%	7 442,0	-34,2%	7 423,9	-0,2%	Liczba akcji (mln)	200,0
EBITDA	5 034,0	4 077,7	-19,0%	1 139,7	-72,0%	937,6	-17,7%	MC (cena bieżąca)	12 610,0
marża EBITDA	41,3%	36,1%		15,3%		12,6%		EV (cena bieżąca)	10 857,4
EBIT	4 682,0	3 596,4	-23,2%	670,2	-81,4%	468,0	-30,2%	Free float	36,0%
Zysk netto	3 799,0	2 910,4	-23,4%	583,3	-80,0%	419,6	-28,1%		
P/E	3,3	4,3		21,6		30,1		Zmiana ceny: 1m	25,5%
P/CE	3,0	3,7		12,0		14,2		Zmiana ceny: 6m	116,9%
P/BV	1,4	1,2		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	-39,5%
EV/EBITDA	2,0	2,7		9,5		11,6		Max (52 tyg.)	111,8
Dywid (%)	26,9	14,3		4,4		1,9		Min (52 tyg.)	21,4



Cena akcji spółki przekroczyła naszą cenę docelową wyznaczoną w listopadzie 2008. Momentum jest nadal pozytywne dla rynku metali przemysłowych, który w marcu wszedł w okres sezonowego wzrostu popytu (powinien potrwać do czerwca), który w tym roku może być dodatkowo wzmocniony efektem odbudowywania zapasów przed odbiorców miedzi, którzy w okresie największego spowolnienia sprzedaży przełom (4Q2008/1Q2009) zmniejszyli zapasy wyrobów gotowych. Na obecną chwilę nie sposób ocenić jak szybko inwestorzy będą dyskontowali scenariusz inflacyjny w 2010 roku i prawdopodobne osłabienie USD, co będzie przekładało się na wzrost cen miedzi. Widzimy potencjał do podwyższenia ceny docelowej, dlatego utrzymujemy pozytywną rekomendację inwestycyjną dla akcji KGHM pomimo silnego wzrostu cen.

### Prawdopodobny strajk

Konflikt ze związkami zawodowymi zaostrza się. Związki powołały ogólnozakładowy komitet strajkowy, domagają się jednorazowej premii w wysokości 5 tys. PLN dla każdego pracownika. Zarząd zgadza się na 2 tys. PLN. Związki zapowiedziały, że jeżeli w najbliższych dniach nie dojdzie do porozumienia rozpoczną strajk (5 maja). Zarząd dosyć długo opierał się żądaniom związkowców, głównie używając argumentu w postaci niskich cen miedzi i pogorszenia wyników. Obecnie otoczenie dla spółki jest zdecydowanie korzystniejsze, co niestety zmusi zarząd do nieuchronnego i tradycji stanie się zadość – związkowcy dostaną to czego chcieli. Spółkę jednorazowa wypłata będzie kosztować 100 mln PLN. Należy pamiętać, że w ubiegłym roku pracownicy dostali łącznie 300 mln PLN bonus.

### Lepiej niż w budżecie

KGHM może mieć lepsze wyniki w 2009 roku od tych podanych w prognozie z końca lutego, przy założeniu utrzymania się korzystniejszych warunków makroekonomicznych z I kwartału w całym roku 2009, wynika z komunikatu spółki. Obecna prognoza przewiduje przychody ze sprzedaży w wysokości 7048 mln PLN oraz wynik netto w kwocie 488 mln PLN i była przygotowana przy założeniu notowań miedzi na poziomie 3200 USD/t oraz kursu walutowego 2,90 USD/PLN. Wielokrotnie pisaliśmy, że jeżeli ceny metali i kurs USD/PLN utrzymają się na obecnych poziomach do końca roku, KGHM powinien wypracować zysk na poziomie ok. 1,3 mld PLN. Informacja dawno zdyskontowana przez rynek.

### Krótką listą złóż do końca maja

Wg Prezesa jednym z najważniejszych działań, podejmowanych przez KGHM w ramach przeciwdziałania kryzysowi i planowania rozwoju, jest pozyskanie złóż rud miedzi za granicą. Dodał, że do zakupu złóż KGHM ma coraz więcej konkurentów, bowiem inne zainteresowane światowe firmy, jeszcze niedawno mające problemy ze źródłami finansowania, obecnie odyskują możliwości pozyskania środków na takie zakupy. KGHM analizuje rynek i do końca maja przygotuje krótką listę firm do przejęcia. KGHM podtrzymuje swoje stanowisko o zamrożeniu płac, ale chce powrócić do rozmów ze związkowcami po analizie wyników pierwszego kwartału. Podtrzymujemy opinię, że obecnie jest dobry czas na zakup złóż, KGHM powinien robić to jednak we współpracy z partnerem branżowym (kupić udział w złożu) – najlepiej wielkim międzynarodowym koncernem.

## Budownictwo

### Nieznaczny wzrost produkcji budowlano-montażowej r/r

Produkcja budowlano-montażowa była w marcu o 1,2% wyższa r/r i o 15,1% wyższa m/m. Po wyeliminowaniu zdarzeń jednorazowych wzrost wyniósł 0,6% r/r i 0,2% m/m.

### Nastroje firm budowlanych w segmencie kubaturowym najgorsze od lat

Zgodnie z najnowszym raportem PMR, nastroje w budownictwie są najgorsze od 5 lat. Obecnie zaledwie 9% największych firm ocenia swoją sytuację dobrze. Rok temu było to aż 82% badanych. Prognozy co do przyszłego rozwoju sytuacji są niejednoznaczne – 31% badanych spodziewa się poprawy, 33% pogorszenia. Około 31% jest zadowolonych z posiadanego portfela zleceń (pół roku temu: 80%), przeciwną opinię wyraża 32% firm. 60% firm dobrze ocenia swoją sytuację finansową (pół roku temu: 86%). W obliczu kryzysu firmy budowlane zamierzają prowadzić konkurencję cenową. Blisko połowa przedsiębiorstw deklaruje szukanie tańszych dostawców materiałów i podwykonawców, a blisko 40% z nich będzie renegocjować umowy z obecnymi kontrahentami. 44% firm zamierza pozyskiwać nowe zlecenia po niższych niż do tej pory cenach. PMR przewiduje, że w drugiej połowie wskaźnik cen w budownictwie może przyjąć wartości ujemne. Jednocześnie, 40% firm uważa, że inwestycje w sektorze publicznym mogą złagodzić skutki spowolnienia. 88% firm uważa, że najatrakcyjniejszy jest segment drogowy, 50% firm preferuje budownictwo sportowo-rekreacyjne, 35% zaś budownictwo energetyczne. Najgorzej oceniane jest zaś budownictwo mieszkaniowe (5%), magazynowe i biurowe. Spośród firm zajmujących się głównie budownictwem inżynieryjnym, 57% badanych oczekuje poprawy sytuacji.

## Budownictwo drogowe

### Zabraknie pieniędzy na drogi?

Rzecznik GDDKiA przyznaje, że na bieżąco regulowane są płatności, pomimo to, pojawiają się głosy, że płynność Dyrekcji może być zagrożona. Poseł Piechociński z PSL uważa, że GDDKiA może grozić utrata płynności, jeśli Generalna Dyrekcja nie będzie miała do czerwca do dyspozycji około 30-40% tegorocznego budżetu. Od początku roku Ministerstwo Finansów przelało na konto resortu infrastruktury 3,3 mld PLN, z czego 3 mld PLN trafiło do GDDKiA. Dyrekcja już wydała 2,4 mld PLN, zaś na zapłatę czekają faktury na 300 mln PLN. Trzeba jeszcze doliczyć rachunki za zakup gruntów (200-300 mln PLN). Początkowo w budżecie zaplanowano na ten cel 6 mld PLN. Pozostałą kwotę brakującą do zaplanowanych 28 mld PLN mają stanowić środki unijne, a także środki z Krajowego Funduszu Drogowego. W KFD w tym roku ma pojawić się 9,7 mld PLN, środki mają pochodzić z kredytów od międzynarodowych instytucji finansowych i z emisji obligacji. Zdaniem Adriana Furgalskiego, obligacje pojawią się dopiero pod koniec roku i istnieje poważna obawa, iż nie będą cieszyć się dużym zainteresowaniem. Ratunkiem mogą być więc pożyczki z Europejskiego Banku Inwestycyjnego i Banku Światowego. Z instytucjami tymi prowadzone są obecnie zaawansowane rozmowy. Resort infrastruktury wycofał się z pomysłu przymusowych zakupów obligacji na budowę dróg przez OFE.

### Plany pozyskania nowych środków dla KFD

Zgodnie z danymi prasowymi, BGK przygotowuje się do emisji obligacji na potrzeby Krajowego Funduszu Drogowego. Zgodnie z rządowymi planami, z 29 mld PLN planowanych wydatków na budowę dróg, około jedną trzecią pokryje Unia Europejska, 11 mld PLN miał wyasygnować budżet, resztę zaś Europejski Bank Inwestycyjny. W trakcie dotychczasowych negocjacji z EBI ustalono, że pierwsza transza kredytu w wysokości 0,5 mld EUR trafi do KFD już w połowie maja. Kolejne 3 mld PLN fundusz ma otrzymać pod koniec maja. We wrześniu KFD ma otrzymać jeszcze 4,7 mld PLN. W kwietniu odbyło się pierwsze czytanie projektu ustawy o KFD. Obecne dochody KFD to m.in. pieniądze z opłaty paliwowej oraz od operatorów autostrad. W 2008 do funduszu wpłynęło ponad 3 mld PLN, zadłużenie na koniec roku zaś wynosiło prawie 6 mld PLN.

### 15-18 firm konkuruje o 5 odcinków autostrady A2 Stryków-Konotopa

Na każdym z pięciu odcinków, na jakie został podzielony fragment autostrady, zgłosiło się 15-18 konsorcjów. Wśród oferentów są chińskie spółki takie jak China Overseas Engineering, TORG (Sineco, China Road & Bridges). Pojawiło się też polsko-indyjskie konsorcjum Autostrada Wschodnia, złożone z firm Punjilloyd i Radko). Obecnie GDDKiA musi przeprowadzić selekcję i dokonać wyboru firm kwalifikujących się do drugiego etapu. Wówczas firmy będą dopuszczone do składania ofert. Wartość całego fragmentu autostrady, złożonego z 5 odcinków, to około 5 mld PLN.

## Budownictwo kolejowe

### Zatory płatnicze uderzają w PKP PLK

Prawie 360 mln PLN winni są PKP PLK przewoźnicy kolejowi. Są to długi powstałe od początku roku. PKP Cargo jest winny operatorowi 156 mln PLN. Spółka tłumaczy, że obecnie realizuje program naprawczy w spółce, od maja mają też wzrosnąć przewozy, co ma pozwolić na regularną spłatę zobowiązań. PKP Intercity nie zapłaciły faktur na 85 mln PLN, Przewozy Regionalne zaś na 66 mln PLN. Zalegają też przewoźnicy prywatni – CTL na 33 mln PLN, PCC Rail zaś na 3,8 mln PLN. Spółce regularnie płacą m.in. Koleje Mazowieckie, czy Lotos Kolej.

### PKP PLK zapowiada wykonanie programu inwestycyjnego

Rzecznik PKP PLK stwierdził, że spółka nie widzi powodu, aby w tym roku wykonanie planu inwestycyjnego było niższe od ubiegłorocznych 87,4%. Wzrost wydatków na inwestycje z udziałem funduszy unijnych nie jest zagrożony. Problemem mogą być wydatki na inwestycje ze środków własnych PKP PLK oraz utrzymanie sieci kolejowej. Podstawową przyczyną są mniejsze przychody od przewoźników z tytułu udostępniania linii kolejowych, spowodowane mniejszymi przewozami. Plan inwestycyjny na rok 2009 to 3,6 mld PLN (2008: 3,173 mld PLN, 2007: 2,447 mld PLN), w tym ponad 1,07 mld PLN ze środków unijnych.

## Budownictwo infrastrukturalne pozostałe

### Metro: Chińczycy i Mostostal złożą protesty

Do 9 maja spółki, które przegrały w przetargu na budowę warszawskiego metra, mają czas na złożenie odwołań. Konsorcjum z udziałem trzech chińskich firm nosi się z zamiarem złożenia protestu, ale do tego czasu nie udziela bliższych informacji. Protest zamierza złożyć też Mostostal Warszawa. Na zorganizowanej konferencji prasowej, spółka zamierza oficjalnie poinformować o złożeniu protestu, a także zwrócić uwagę na duże ryzyko powierzania prac firmom nie mającym doświadczenia na warszawskim rynku oraz błędy formalnoprawne zawarte w ofercie włoskiego konsorcjum.

### Chętni na ostatni przetarg stadionowy

Siedem firm i konsorcjów jest zainteresowanych budową stadionu w Chorzowie. Ze spółek giełdowych, jest to Budimex i Polimex Mostostal. Oferty można składać do 22 maja, zaś rozstrzygnięcie nastąpi w czerwcu. Wartość prac przekracza 360 mln PLN.

## Elektrotim

### Zarząd rekomenduje dywidendę

Zarząd Elektrotimu zamierza zaproponować WZA wypłatę dywidendy w wysokości 60 groszy na akcję (yield = 5%). Spółka zamierza zwiększyć pulę środków przeznaczonych na skup akcji własnych z 4,5 do 6,5 mln PLN. Portfel zamówień grupy na koniec marca to 96 mln PLN (79% przychodów w 2008 roku).

## Energoinstal

### Wybór oferty za 152 mln PLN

Firmy Polimex Mostostal oraz Interbud-West (spółka zależna Energoinstalu) zostały wybrane na wykonawców Muzeum Historii Żydów Polskich. Wartość oferty to 152 mln PLN (3,1% przychodów Polimexu prognozowanych na rok 2009, 200% prognozowanych przychodów Interbudu-West na rok 2009). Oferta konsorcjum Polimex i Interbud-West była niższa od oferty Warbud, Karmar i Kem (163 mln PLN), Budimex Dromex (164,5 mln PLN), Eiffage Mitex i Strabag (169,5 mln PLN) oraz Sando Budownictwo Polska i Construcciones Sanchez Dominguez-Sando (217,5 mln PLN).

## Energomontaż Południe

### Zarząd rekomenduje wypłatę dywidendy

Zarząd spółki rekomenduje wypłatę dywidendy w wysokości 5,23 mln PLN (0,11 PLN na akcję, stopa dywidendy = 3,4%). Ostateczną decyzję podejmie WZA zwołane na 15 maja.

## Energomontaż Północ

### Wyniki Q1 2009

Energomontaż Północ zaprezentował wyniki kwartalne Q1 2009. Przychody wyniosły 84,7 mln PLN (Q1 2008: 71,1 mln PLN), zysk brutto 10,5 mln PLN (Q1 2008: 8,0 mln PLN), zysk operacyjny 5,6 mln PLN (Q1 2008: 2,4 mln PLN), zysk netto zaś 5,3 mln PLN (Q1 2008: 2,0 mln PLN, marża netto w Q1 2009: 6,2%). Najwyższa rentowność (22,8% brutto) została wykazana w segmencie produkcyjnym, w spółkach Energomontaż Gdynia, Energop, ZRE. Portfel zamówień spółki na rok 2009 wynosi 372 mln PLN, na rok 2010 100 mln PLN, na rok 2011 zaś

10 mln PLN (wartość portfela kalkulowana przy kursie EUR/PLN = 4,3). W najbliższym czasie wartość portfela spółki może się zwiększyć o kontrakt na budowę IOS w Bełchatowie (ponad 100 mln PLN, konkurent: Rafako), kontrakt na budowę rurociągów parowych i wodnych w jednym z bloków Elektrowni Bełchatów (60 mln PLN). Zwracamy uwagę, że na wysoką rentowność wpłynęła w dużej mierze zmienność kursów EUR/PLN. W 2009 roku spółka zrealizuje wpływy w walucie w wysokości 34,7 mln EUR, z tego 23,6 mln EUR jest pozycją niezabezpieczoną (2010: 7,1 mln PLN). Zgodnie z informacją pozyskaną od spółki, przychody z kontraktów denominowanych w EUR wyniosły w Q1 2009 26 mln PLN (16,7% rocznej ekspozycji, kalkulując wartość całorocznej ekspozycji przy kursie EUR/PLN=4,5). W efekcie, zakładając, że kontrakty w EUR podpisywano przy średnim kursie EUR/PLN = 3,6, można oszacować, że zmiana kursu EUR/PLN poprawiła wynik na poziomie EBIT o 3,5 mln PLN. Bez uwzględnienia zmiany kursu EUR/PLN, wynik EBIT wyniósłby 2,1 mln PLN, wynik netto zaś 1,8 mln PLN.

## Hydrobudowa Polska

### Portfel sięga 2,5 mld PLN

Łączna wartość trzech stadionów to 2,1 mld PLN, z tego na Hydrobudowę Polska przypada ponad 1 mld PLN. Portfel zamówień spółki ma wartość 2,5 mld PLN, z tego 1,4 mld PLN przypada na rok bieżący. Spółka spodziewa się też zaproszenia do podpisania umowy w przetargu na rozbudowę kolektorów do oczyszczalni Czajka (250 mln PLN, spółka zaproponowała najniższą cenę), a także w ramach kilku mniejszych przetargów (m.in. budowa oczyszczalni ścieków w Sycowie). Wzrost udziału infrastruktury w portfelu spółki kosztem kontraktów ekologicznych wpłynie na spadek zapotrzebowania na kapitał obrotowy. Oferty spółki na budowę stadionów były kalkulowane przy założeniu rentowności operacyjnej na poziomie 10%. Przewaga cenowa spółki wynikała zdaniem prezesa Hydrobudowy m.in. z lepszego rozpoznania rynku (spółka wygrała jeden z pierwszych przetargów stadionowych, ten na budowę stadionu w Poznaniu). Zgodnie z zapowiedzią zarządu spółki, w ciągu roku-dwóch lat, rentowność Hydrobudowy Polska ma zbliżyć się do rentowności PBG.

### Prognoza wyników za rok 2009

Zarząd prognozuje 1,5 mld PLN przychodów, 114 mln PLN zysku operacyjnego i 92 mln PLN zysku netto. Udział ochrony środowiska w przychodach ma wynieść 61%, udział budownictwa specjalistycznego (w tym stadionów i sortowni odpadów w Gdańsku) – 30%, budownictwa mieszkaniowego – 5%, instalacji dla gazu ziemnego, ropy naftowej i paliw – 4%. W założenia wzięto także pod uwagę budowę biurowca w Poznaniu.

## Mostostal Płock

### Powtórzenie wyników z 2008 roku nie będzie łatwe

Zgodnie z wypowiedzią prezesa, sytuacja działalności się zmieniła, powtórzenie wyników z 2008 roku jest więc ambitnym zadaniem. Pod koniec lutego portfel zleceń Mostostalu Płock przekraczał 110 mln PLN. Jego aktualna wartość jest niewiele większa. Spółka złożyła oferty na kilka kontraktów i wciąż czeka na ich rozstrzygnięcie. Firma liczy też na kontrakty przy budowie stadionu piłkarskiego we Wrocławiu (generalnym wykonawcą jest Mostostal Warszawa, główny akcjonariusz Mostostalu Płock).

### Będzie dywidenda: 4,25 PLN na akcję

Rada nadzorcza Mostostalu Płock zarekomendowała WZA wypłatę dywidendy w wysokości 8,5 mln PLN (4,25 PLN na akcję). Daje to stopę dywidendy na poziomie 7,7%. Rok temu dywidenda na akcję wyniosła 5 PLN.

## Mostostal Zabrze

### Q1 2009 lepszy niż w roku ubiegłym

Prezes Juchniewicz przyznał, że zarówno przychody, jak i zyski wypracowane w Q1 2009, były wyższe niż w Q1 2008.

## Pol-Aqua

### Podpisanie kontraktu na budowę Mostu Północnego

Pol-Aqua podpisała umowę na budowę Mostu Północnego w Warszawie. Wartość umowy to 976,6 mln PLN, z czego na Pol-Aqua przypada 55% kwoty (537 mln PLN, czyli około 42% przychodów spółki w 2008 roku). Termin zakończenia prac przypada na 32 miesiące od dnia podpisania umowy. Zgodnie z wypowiedzią prezesa Stefańskiego, spółka ma zrealizować dodatnią rentowność netto na realizowanych pracach, pomimo najniższej ceny ofertowej. Wartość portfela spółki wynosi około 2 mld PLN. Spółka stara się też o zlecenia, tak z segmentu publicznego (odcinki autostrad), jak i prywatnego (do końca półrocza Pol-Aqua liczy na zlecenia o wartości 280-300 mln PLN). Spółka podtrzymuje plan wzrostu przychodów o 20% w tym roku.



**Kontrakt na 100,1 mln PLN**

Pol-Aqua podpisała kontrakt na budowę hali sportowej w Płocku. Wartość kontraktu to 100,1 mln PLN (7,8% przychodów spółki w 2008 roku). Termin zakończenia realizacji to 18 miesięcy od daty przekazania placu budowy.

**Remak****Wyniki Q1 2009**

Remak zaprezentował wyniki Q1 2009, które okazały się na poziomie przychodów lepsze od naszych oczekiwań (67,5 mln PLN, oczekiwaliśmy 55,9 mln PLN). Marża zysku ze sprzedaży w Q1 2009 wyniosła 8,3%, tzn. była niższa niż w Q4 2008 (10,7%) oraz Q3 2008 (10,2%), niższa także od naszych oczekiwań (12,5%). Koszty zarządu ukształtowały się na poziomie z Q4 2008. Wyższe niż oczekiwaliśmy okazały się pozostałe przychody finansowe, wynikające z różnic kursowych (3,2 mln PLN, oczekiwaliśmy: 1 mln PLN). W efekcie, wynik netto wyniósł 4,6 mln PLN. Generalnie, wyniki na poziomie operacyjnym są niższe od naszych oczekiwań. Zgodnie z wypowiedzią zarządu, niższa marża brutto ze sprzedaży wynika z „ostrożnej wyceny kontraktów budowlanych”. W kolejnych kwartałach zarząd twierdzi, że marża brutto ze sprzedaży powinna wynieść 10-12%.

**Wypowiedź prezesa przed wynikami Q1 2009**

Zgodnie z wypowiedzią prezesa, w Q1 2009 nie zatrzymano żadnej z inwestycji, na których spółka przeprowadza montaż (było to przyczyną słabych wyników w pierwszej połowie 2008 roku). Drugi kwartał powinien być dla Remaku równie udany jak pierwszy, druga połowa roku też powinna być dobra. Spółka ma tak dużo zleceń, że zmuszona jest zwiększać zatrudnienie. Spółka nie zabezpiecza ekspozycji kursowej, zaś większość umów wykonywanych w tym roku była podpisana przy kursie EUR/PLN = 3,2-3,5. Obecnie Remak negocjuje z jednym z banków kontrakty forward. Portfel zleceń jest zapełniony na kilkanaście miesięcy.

**Wyplata dywidendy**

Akcjonariusze przegłosowali wypłatę 2,55 mln PLN w formie dywidendy (stopa dywidendy <2%). Dzień ustalenia prawa do dywidendy to 30 kwietnia, zaś wypłaty – 22 maja.



## Budimex (Trzymaj)

Cena bieżąca: 74,5 PLN    Cena docelowa: 69,1 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-04-02

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 075,9	3 350,0	8,9%	3 541,0	5,7%	4 772,0	34,8%	Liczba akcji (mln)	25,5
EBITDA	51,7	134,2	159,8%	201,0	49,8%	177,4	-11,8%	MC (cena bieżąca)	1 902,0
marża EBITDA	1,7%	4,0%		5,7%		3,7%		EV (cena bieżąca)	1 722,8
EBIT	28,0	112,2	300,1%	178,1	58,8%	154,1	-13,5%	Free float	26,7%
Zysk netto	15,1	104,7	595,1%	148,1	41,4%	119,5	-19,3%		
P/E	126,2	18,2		12,8		15,9		Zmiana ceny: 1m	13,0%
P/CE	49,2	15,0		11,1		13,3		Zmiana ceny: 6m	14,7%
P/BV	3,5	3,0		2,8		2,4		Zmiana ceny: 12m	-5,4%
EV/EBITDA	32,2	10,5		8,6		11,1		Max (52 tyg.)	86,8
Dyield (%)	0,0	0,0		5,5		0,0		Min (52 tyg.)	50,7



Podtrzymujemy rekomendację trzymaj. Wyniki Budimexu zaskoczyły pozytywnie rynek, jednak główną przyczyną zaskoczenia są zdarzenia jednorazowe. Po skorygowaniu o efekt zdarzeń jednorazowych, wynik jest zgodny z oczekiwaniami. Dywidenda rekomendowana przez zarząd jest większa od naszych oczekiwań i może wynieść nawet 149 mln PLN (yield = 7,9%, przy cenie akcji na poziomie 74 PLN). Naszym zdaniem dywidenda jest głównym argumentem przemawiającym za inwestycją w Budimex. Wycena jest wymagająca, rekordowe prognozowane na rok 2009 wyniki nie zostaną szybko powtórzone, zaś portfel zamówień jest mniejszy niż najbliższego konkurenta, Mostostalu Warszawa (uwzględniając wybór oferty na 1,5 mld PLN na budowę odcinka autostrady A1, na rok 2009: Budimex: 94%, Mostostal Warszawa: 100%, na rok 2010: Budimex: 38%, Mostostal Warszawa: 51%). Sytuacja akcjonariusza jest również bardziej korzystna w przypadku Mostostalu. Ferrovial jest jeszcze przed podjęciem kroków mających na celu delewarowanie grupy (fuzja z Cintra Construcciones, lub/i sprzedaż majątku Cintry, lub/i pozyskanie środków z części budowlanej grupy). Acciona zaś już podpisała umowę pozwalającą na sprzedaż udziałów w grupie Endesa, skutkiem czego dług netto spółki może być zredukowany z 16,6 mld EUR do 6,3 mld EUR.

### Wyniki Q1 2009

Zgodnie z komentarzem do sprawozdania finansowego, w Q1 2009 saldo rezerw na straty na kontraktach spadło o kwotę 25,1 mln PLN, saldo rezerw na naprawy gwarancyjne zaś o 2,1 mln PLN. Korekta rezerw wynika z rewizji kontraktów budowlanych w portfolio spółki. Korygując marżę brutto ze sprzedaży o te zdarzenia, wychodzimy na wynik na działalności operacyjnej bardzo zbliżony do naszej prognozy (1,5% różnicy w prognozie przychodów, 1,9% różnicy w prognozie marży brutto ze sprzedaży po korekcie). Z innych istotnych różnic należy wspomnieć o stracie z wyceny instrumentów pochodnych, która okazała się o prawie 12 mln PLN wyższa od naszych oczekiwań. W przeważającej części wyższa strata skompensowana została nie przewidywanymi dodatnimi różnicami kursowymi na kwotę 9,3 mln PLN. Spółka zaksięgowiała też nieznacznie wyższy podatek niż zakładaliśmy.

### Budimex może wypłacić 149,1 mln PLN dywidendy

Zarząd postanowił zarekomendować ZWZA wypłatę dywidendy w wysokości 149,1 mln PLN, tzn. 5,84 PLN na akcję (stopa dywidendy = 7,9%). WZA jest zwołane na dzień 17 czerwca.

### Najkorzystniejsza oferta za 1,5 mld PLN wspólnie z Mostostalem Warszawa

Firmy Budimex (lider) i Mostostal Warszawa (partner) złożyły najkorzystniejszą ofertę na budowę autostrady A1 na odcinku Pyrzowice – Piekary Śląskie. Wartość oferty to 1,5 mld PLN. Termin rozpoczęcia robót przypada na nie później niż 30 dni od podpisania umowy, termin zakończenia zaś na 29 miesięcy od dnia podpisania umowy. Konkurencyjne oferty złożyło 7 konsorcjów, z tego aż 4 to konsorcja zagraniczne (J&P Avax: oferta o 4% droższa, Dragados: oferta o 6,7% droższa, konsorcjum z udziałem m.in. Polimexu i Doprastav: o 9,1% droższa, konsorcjum z udziałem m.in. Kirchner i Strabag: o 11,8% droższa, konsorcjum z udziałem m.in. Hentschke Bau, Drog-Bud i Energopol Południe: o 14,4% droższa, oferta Mota-Engil: o 17,8% droższa, oferta konsorcjum z udziałem Astaldi i PBDiM: o 30,1% droższa).

### Kontrakt za 73,1 mln PLN, kontrakt za 58 mln PLN

Budimex podpisał kontrakt na budowę obwodnicy Kraśnika o wartości 73,1 mln PLN (około 2% prognozowanych przychodów Budimexu na rok 2009). Budimex Dromex, spółka zależna Budimexu podpisała kontrakt na budowę Zintegrowanego Centrum Edukacji i Innowacji Wydziału Farmaceutycznego Akademii Medycznej. Wartość kontraktu to 58 mln PLN, tzn. około 1,7% prognozowanych przychodów Budimexu na rok 2009. Realizacja prac ma się zakończyć w sierpniu 2011 roku.



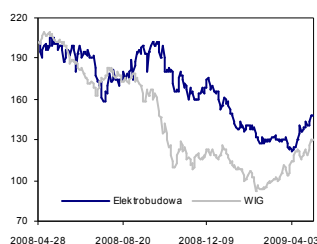
## Elektrobudowa (Akumuluj)

Cena bieżąca: 148,1 PLN Cena docelowa: 166,5 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-06

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	679,6	811,0	19,3%	830,8	2,4%	841,8	1,3%	Liczba akcji (mln)	4,7
EBITDA	49,6	79,0	59,3%	70,6	-10,7%	70,3	-0,4%	MC (cena bieżąca)	703,1
marża EBITDA	7,3%	9,7%		8,5%		8,4%		EV (cena bieżąca)	631,1
EBIT	44,2	71,3	61,1%	62,5	-12,3%	61,6	-1,5%	Free float	39,1%
Zysk netto	34,7	60,3	73,7%	56,2	-6,7%	56,6	0,7%		
P/E	18,0	11,7		12,5		12,4		Zmiana ceny: 1m	18,4%
P/CE	15,6	10,3		10,9		10,8		Zmiana ceny: 6m	-17,7%
P/BV	5,6	2,8		2,4		2,2		Zmiana ceny: 12m	-22,1%
EV/EBITDA	12,6	7,8		8,9		8,6		Max (52 tyg.)	205,2
Dyield (%)	1,4	1,7		2,6		2,7		Min (52 tyg.)	121,0



W związku z wzrostem kursu, obniżamy rekomendację do akumuluj. Nadal postrzegamy spółkę pozytywnie, w perspektywie dużych planowanych inwestycji w polskiej energetyce. Nie wierzymy w znaczną erozję wyników w 2009 roku, sądzymy, że prognoza zarządu opublikowana w marcu jest konserwatywna i być może, jak w poprzednich latach, zostanie przekroczona. Sygnały z rynków, na których spółka działa są mieszane. Z jednej strony Elektrobudowa doświadcza spadku popytu na rynkach rosyjskich oraz w zakresie produkcji rozdzielnic (przy tym może to mieć wpływ na wyniki dopiero w Q3/Q4), z drugiej zaś popyt kształtuje się bardzo korzystnie w przypadku szynoprzewodów, istnieją też szanse na zdobycie kontraktów na instalację oświetlenia i innych instalacji w budowanych w Polsce stadionach. Wartość takiego kontraktu może przekroczyć nawet 10% wartości obiektu, można spodziewać się pojawienia 3-4 konkurentów (znacznie mniej, niż w zakresie budownictwa ogólnego). Generalnie, sytuacja fundamentalna może być nieznacznie gorsza niż prognozowaliśmy w segmencie produkcji, choć spółkę broni bardzo wysoki udział w rynku (nawet 60%), nieznacznie zaś lepsza w segmencie dystrybucji energii (możliwość zdobycia „stadionowych” kontraktów).

### Rada nadzorcza aprobuje dywidendę

Rada nadzorcza Elektrobudowy zaaprobowwała wypłatę dywidendy w wysokości 3 PLN na akcję (stopa dywidendy = 2,0%).



## Erbud (Trzymaj)

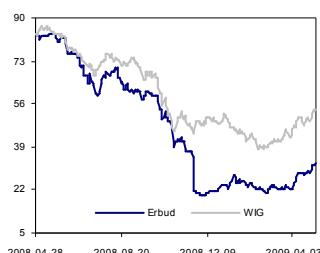
Cena bieżąca: 32 PLN

Cena docelowa: 26,7 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-06

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	663,1	1 059,0	59,7%	908,4	-14,2%	865,4	-4,7%	Liczba akcji (mln)	12,6
EBITDA	34,6	71,3	106,0%	53,5	-25,0%	32,7	-38,8%	MC (cena bieżąca)	402,3
marża EBITDA	5,2%	6,7%		5,9%		3,8%		EV (cena bieżąca)	308,3
EBIT	32,8	64,8	97,7%	46,9	-27,6%	26,0	-44,4%	Free float	21,0%
Zysk netto	31,8	10,4	-67,4%	38,4	269,6%	23,6	-38,7%		
P/E	12,6	38,7		10,5		17,1		Zmiana ceny: 1m	45,2%
P/CE	11,9	23,7		8,9		13,3		Zmiana ceny: 6m	-21,2%
P/BV	2,1	2,0		1,7		1,5		Zmiana ceny: 12m	-60,5%
EV/EBITDA	9,6	5,5		5,8		8,8		Max (52 tyg.)	84,0
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	19,9



W związku ze wzrostem notowań, obniżamy rekomendację do trzymaj. Sądzymy, że rynek w pełni zdyskontował perspektywy Erbudu, w związku z tym nie spodziewamy się, aby inwestycja w akcje spółki pozwoliła na wygenerowanie ponadprzeciętnych stóp zwrotu. Nadal naszym zdaniem sytuacja w budownictwie kubaturowym jest trudna (duża konkurencja, zdobycie kontraktu zależne od najniższej ceny). Nie wierzymy w czarne scenariusze i sądzymy, że budownictwo mieszkaniowe „odbije się” na przełomie 2009 i 2010 roku. Liczymy się z podniesieniem ceny docelowej, co uzasadniamy polityką spółki. Erbud nie zrezygnował z utrzymywania relatywnie korzystnych marż na kontraktach, nie prowadzi też tak agresywnej akwizycji kontraktów jak na przykład Unibep, co być może nie pozwoli na wysokie przychody w 2009 i 2010 roku, jednak również nie będzie obciążone ryzykiem dużej erozji marż. Z perspektywy wyników 2010 roku, pozytywnie naszym zdaniem ocenić należy wstrzymane, choć nie zerwane kontrakty z Dom Development oraz możliwość zdobycia zleceń na budowę prywatnych szpitali.

### Wygrany przetarg za 157,4 mln PLN

Oferta Erbudu oraz Wolff&Muller została wybrana jako najkorzystniejsza w przetargu na budowę Centrum Medycyny Inwazyjnej dla Akademii Medycznej w Gdańsku. Wartość oferty netto to 157,4 mln PLN. Wartość całej oferty (bez uwzględnienia udziału Erbudu w konsorcjum) to około 17,3% przychodów prognozowanych na rok 2009. Erbud poinformował, że w przetargu na budowę Centrum Medycyny Inwazyjnej w Gdańsku wpłynęły dwa protesty, w związku z tym pomimo wyboru oferty Erbudu procedura przetargowa może się opóźnić.

### Wywiad z prezesem Grzeszczakiem

Przychody w zakresie budownictwa kubaturowego w Polsce mają w tym roku spaść o kilka procent, wzrosną zaś nawet dwukrotnie przychody z eksportu, istotny wzrost nastąpi też w segmencie drogowym. Sytuacja Budlexu, dewelopera działającego w Toruniu i Bydgoszczy, nie jest zła. W Warszawie na 10 tys. mieszkańców gotowych jest 80 mieszkań, na rynkach działalności Budlexu zaś jedynie 6. Spadki cen w większych miastach mogą wynieść 20-30%, w mniejszych zaś jedynie 10-15%. Erbud nie planuje redukować zatrudnienia, a wręcz przeciwnie, nawet będzie je zwiększać. Ostatnio spółka wysłała dodatkowe 200 pracowników na rynki eksportowe. Pomimo kryzysu, popyt na pracowników z Polski jest duży. Erbud stara się unikać dużych kontraktów, których czas realizacji przekracza trzy lata, ze względu na brak możliwości rzetelnego prognozowania przyszłych kosztów realizacji w tak długiej perspektywie. W zakresie budownictwa drogowego, spółka koncentruje się na rynkach lokalnych, pozwalających na generowanie wyższych marż. Spółka w przyszłości zamierza startować w przetargach na roboty budowlane dla energetyki oraz w przetargu na budowę gazoportu.

### Kontrakt na 23,3 mln PLN i 20,5 mln PLN

Erbud podpisał kontrakt na budowę centrum handlowo-usługowego w Przemysłu dla Tesco. Wartość kontraktu to 23,3 mln PLN (2,6% prognozowanych przychodów Erbudu na rok 2009). Termin zakończenia prac przypada na 15 października 2009 roku. Kolejny podpisany kontrakt przewiduje budowę budynku biurowego dla Ericpol Telecom w Krakowie. Wartość kontraktu to 20,5 mln PLN (2,3% przychodów prognozowanych na rok 2009). Termin zakończenia prac przypada na 12 miesięcy od podpisania kontraktu.

### Zawieszenie kontraktu budowlanego za 58,5 mln PLN

Erbud otrzymał informację od inwestora – Dom Development – o zawieszeniu realizacji kontraktu na budowę Osiedla Winnica, etap I (kontrakt podpisany w lipcu 2008). Wartość kontraktu to 58,5 mln PLN (6,4% przychodów prognozowanych na rok 2009). Do tej pory Erbud wykonał prace za 12,2 mln PLN. Zakończenie realizacji miało nastąpić we wrześniu b.r.



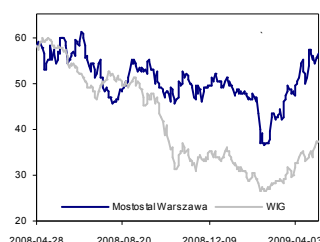
## Mostostal Warszawa (Kupuj)

Cena bieżąca: 55,5 PLN    Cena docelowa: 63,6 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-03-04

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 928,4	2 154,2	11,7%	2 542,2	18,0%	2 613,7	2,8%	Liczba akcji (mln)	20,0
EBITDA	78,5	136,3	73,7%	165,0	21,1%	130,7	-20,8%	MC (cena bieżąca)	1 110,0
marża EBITDA	4,1%	6,3%		6,5%		5,0%		EV (cena bieżąca)	946,1
EBIT	58,9	113,4	92,6%	141,3	24,6%	106,6	-24,6%	Free float	18,7%
Zysk netto	52,9	75,5	42,6%	103,5	37,1%	81,2	-21,6%		
P/E	21,0	14,7		10,7		13,7		Zmiana ceny: 1m	18,8%
P/CE	15,3	11,3		8,7		10,5		Zmiana ceny: 6m	12,4%
P/BV	3,9	3,3		2,7		2,4		Zmiana ceny: 12m	-3,9%
EV/EBITDA	11,8	7,0		5,7		7,3		Max (52 tyg.)	61,0
Dywid (%)	0,1	0,0		3,4		4,7		Min (52 tyg.)	36,3



**Podtrzymujemy rekomendację kupuj. Sądzymy, że wyniki Q1 2009 Mostostalu Warszawa mogą być jednymi z najlepszych w całej branży. Naszym zdaniem decyzja o zatrzymaniu zysku z roku 2008 w spółce powinna być odczytywana pozytywnie (brak presji na transfer gotówki do akcjonariusza większościowego, możliwość wykorzystania środków w przypadku realizacji dużych kontraktów na budowę bloków energetycznych). Zwracamy uwagę na korzystną wycenę, w porównaniu do innych dużych spółek budowlanych (Budimex, Polimex, PBG). Zwracamy też uwagę na duże zapełnienie portfela (100% na rok 2009, ponad 50% na rok 2010, bez uwzględnienia Remaku i Mostostalu Płock, za to z uwzględnieniem wyboru oferty na budowę odcinka autostrady A1 o wartości 1,5 mld PLN). Sądzymy, że walory Mostostalu istotnie posiadają znacznie defensywny charakter, jednak w przypadku pozytywnych zaskoczeń (wyniki lepsze od oczekiwań, kontrakty na budowę bloków energetycznych) powinny pozwolić na wygenerowanie ponadprzeciętnych stóp zwrotu na tle sektora.**

### Q1 2009 lepszy od Q1 2008

Zgodnie z wypowiedzią prezesa Popiołka, Q1 2009 był lepszy od Q1 2008, tak pod względem przychodów, jak i wyniku operacyjnego. Prezes zapowiedział kontynuowanie trendu wzrostowego w kolejnych kwartałach, choć wyzwaniem nazwał utrzymanie rentowności z 2008 roku w całym 2009 roku. W ramach komentarzu do zmiany statutu, prezes przyznał, że grupa ma w przyszłości rozwijać się także w zakresie działalności przemysłowo-energetycznej. Zapytany, w jakim horyzoncie przychody z nowej działalności mogą zrównać się z przychodami z działalności budowlanej, przyznał, że jest to perspektywa trzech lat, choć zależy to w dużej mierze od sytuacji rynkowej.

### Najkorzystniejsza oferta za 1,5 mld PLN wspólnie z Budimexem

Firmy Budimex (lider) i Mostostal Warszawa (partner) złożyły najkorzystniejszą ofertę na budowę autostrady A1 na odcinku Pyrzowice – Piekary Śląskie. Wartość oferty to 1,5 mld PLN. Termin rozpoczęcia robót przypada na nie później niż 30 dni od podpisania umowy, termin zakończenia zaś na 29 miesięcy od dnia podpisania umowy. Konkurencyjne oferty złożyło 7 konsorcjów, z tego aż 4 to konsorcja zagraniczne (J&P Avax: oferta o 4% droższa, Dragados: oferta o 6,7% droższa, konsorcjum z udziałem m.in. Polimexu i Doprastav: o 9,1% droższa, konsorcjum z udziałem m.in. Kirchner i Strabag: o 11,8% droższa, konsorcjum z udziałem m.in. Hentschke Bau, Drog-Bud i Energopol Południe: o 14,4% droższa, oferta Mota-Engil: o 17,8% droższa, oferta konsorcjum z udziałem Astaldi i Przeds. Bud. Dróg i Mostów z Mińska Mazowieckiego: o 30,1% droższa).

### Podpisana umowa na budowę stadionu we Wrocławiu

Konsorcjum firm pod przewodnictwem Mostostalu Warszawa podpisało umowę na budowę stadionu we Wrocławiu. Wartość umowy to 598 mln PLN netto, z czego 30,6% przypada na Mostostal Warszawa, 19% zaś na jego spółkę zależną. Wartość kontraktu to 11,5% przychodów Mostostalu prognozowanych na rok 2009.

### Mostostal Warszawa nie planuje dywidendy

W projektach uchwał na najbliższe WZA (12 maja) zarząd Mostostalu Warszawa zaproponował przeznaczenie całego ubiegłorocznego zysku (43,4 mln PLN) na kapitał zapasowy.

### Mostostal zmienia statut

Wytwarzanie, przesyłanie, dystrybucja i sprzedaż energii elektrycznej ma zostać wpisana do statutu Mostostalu Warszawa. Nie jest to związane z planami startu w przetargu na budowę bloku w EC Siekierki (do tego takie zmiany nie są potrzebne). Mogą świadczyć, że spółka chce stać się tylko wykonawcą, ale i inwestorem. Na razie brak konkretnych.





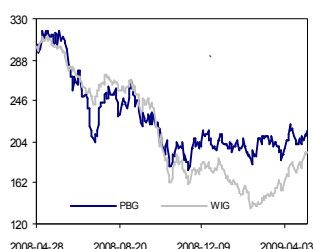
## PBG (Trzymaj)

Cena bieżąca: 210 PLN      Cena docelowa: 195,6 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-03-09

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 376,8	2 089,3	51,8%	2 953,8	41,4%	3 052,0	3,3%	Liczba akcji (mln)	13,4
EBITDA	138,2	270,3	95,6%	431,8	59,8%	386,3	-10,5%	MC (cena bieżąca)	2 820,3
marża EBITDA	10,0%	12,9%		14,6%		12,7%		EV (cena bieżąca)	3 469,0
EBIT	109,4	223,4	104,3%	385,0	72,3%	339,3	-11,9%	Free float	53,0%
Zysk netto	102,1	158,0	54,9%	248,4	57,2%	213,9	-13,9%		
P/E	27,6	17,8		11,4		13,2		Zmiana ceny: 1m	9,2%
P/CE	21,6	13,8		9,6		10,8		Zmiana ceny: 6m	8,2%
P/BV	3,8	1,0		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	-27,9%
EV/EBITDA	22,9	13,6		8,0		9,0		Max (52 tyg.)	318,5
Dywid (%)	0,1	0,0		0,0		7,0		Min (52 tyg.)	175,3



**Podtrzymujemy rekomendację trzymaj. Wycena PBG jest naszym zdaniem bardzo wymagająca (zakłada utrzymanie bardzo wysokich marż na tle branży w długim terminie). Z drugiej strony, nie dostrzegamy na razie istotnych czynników, które mogłyby doprowadzić do znacznego spadku kursu PBG. Główną zaletą PBG jest w dużej mierze zapełniony portfel zleceń na rok 2010 (w 82%). Zdobycie kontraktów na budowę aż 3 stadionów również świadczy bardzo korzystnie o kompetencjach zarządu spółki. Sądymy, że spadek notowań PBG mógłby być możliwy w przypadku likwidacji premii z uwagi na zapełniony portfel na rok 2010 (inne spółki pozyskują kontrakty na korzystnych marżach), dążeń niektórych kontrahentów PBG do renegotjacji cen usług budowlanych (takie kroki czyni już PKN Orlen), bądź braku realizacji niektórych zapewnień spółki (marża na realizacji niektórych kontraktów niższa od oczekiwań).**

### PBG publikuje prognozę wyników na rok 2009

Zarząd opublikował prognozę wyników na rok 2009. Przychody mają wynieść 2,8 mld PLN, zysk operacyjny 300 mln PLN, zaś zysk netto 190 mln PLN. Rentowność została zaprognozowana na podstawie już posiadanych kontraktów, jak i tych możliwych do pozyskania. Udział budownictwa ekologicznego w przychodach ma wynieść 43% (1,2 mld PLN), budownictwa specjalistycznego, w tym infrastrukturalnego – 25% (0,7 mld PLN), z obszaru gazu ziemnego, ropy naftowej i paliw – 24% (672 mln PLN) oraz z segmentu budowy dróg – 8% (224 mln PLN). W prognozie nie uwzględniono kontraktu na budowę Nairit Plant w Armenii, uwzględniono zaś wpływ realizacji inwestycji „Górecka Projekt” (spółka powołana do budowy budynku biurowego w Poznaniu). Prognoza uwzględniła nową zasadę rozpoznawania przychodów – będą one uwzględniały jedynie udziały PBG w konsorcjum.

### Podpisany kontrakt na budowę Stadionu Narodowego

Konsorcjum z udziałem PBG i Hydrobudowy Polska podpisało kontrakt na budowę Stadionu Narodowego o wartości 1,25 mld PLN. Firmy Hydrobudowa Polska i PBG będą odpowiedzialne za 50% wartości prac (Hydrobudowa: 25%, PBG: 25%). Prace budowlane mają zakończyć się w terminie 24 miesięcy od podpisania umowy. Zgodnie z wypowiedzią dyrektora Alpine Construction, p. Sikory, konsorcjum budujące Stadion Narodowy w Warszawie zakłada uzyskanie na projekcie marży netto na poziomie maksimum 2% netto.

### Podpisanie umowy na kanały dosyłowe do Czajki

Konsorcjum firm Hydrobudowa 9 (spółka zależna Hydrobudowy), PRG Metro (spółka zależna Hydrobudowy) i KWG (spółka zależna PBG) podpisało umowę o wartości 52,77 EUR PLN (237 mln PLN). Udział Hydrobudowy 9 w konsorcjum to 50%, PRG Metro 40%, KWG zaś 10%. Wartość kontraktu stanowi 8% prognozowanych na rok 2009 przychodów Grupy PBG.

### Infra: sprzedaż sięgnie 250 mln PLN

Wiceprezes spółki zależnej PBG, firmy Infra, uważa, że przychody powinny w tym roku sięgnąć 250 mln PLN (wzrost o 20%). Wiceprezes swoje szacunki opiera na wielkości portfela zleceń (270 mln PLN, w roku ubiegłym: 300 mln PLN). Potencjalne zlecenia możliwe do zdobycia w najbliższych latach ocenia na 370 mln PLN, z tego 42 mln PLN w tym roku.

### Wywiad z wiceprezesem PBG

Wiceprezes Szkudlarczyk nie spodziewa się spadku marż w tym roku. Wyniki pierwszego kwartału powinny być lepsze niż w ubiegłym roku. Jednym z największych wyzwań stojących przed spółką będzie przygotowanie się do przetargu na budowę gazoportu w Świnoujściu, którego wartość inwestor, czyli Gaz System, szacuje na 500-600 mln EUR. Grupa nie planuje na razie większych akwizycji, poza przejęciem firmy na Ukrainie, do czego może dojść już w kwietniu. W ciągu miesiąca lub dwóch może też dojść do spotkania prezesów PBG i Polimexu.

PBG zastanawia się też nad możliwością restrukturyzacji długu na zasadzie emisji 3 lub 5-letnich obligacji. W 2010 i 2011 roku mają się pojawić w spółce dodatnie przepływy pieniężne.

### **PBG planuje emisję obligacji pod przejęciem?**

P. Jacek Krzyżaniak, członek rady nadzorczej, zapowiada, że PBG planuje kolejne przejęcia, m.in. w sektorze budownictwa energetycznego. Wkrótce mają odbyć się konsultacje z inwestorami finansowymi. Prawdopodobnie zarząd PBG planuje emisję obligacji zamiennych na akcje. Wartość emisji mogłaby wynieść 200 mln PLN.

### **Stworzenie większej ilości spółek przyniesie oszczędności**

PBG zamierza wydzielić ze swych struktur kilka niskokosztowych spółek wykonawczych, pozbawionych aparatu administracyjno-księgowego i działów związanych z projektowaniem oraz przygotowaniem ofert. Spółki będą realizować zlecenia dla PBG, jak i dla inwestorów zewnętrznych. Wdrażając ten plan, który zgodnie z wypowiedzią p. Jacka Krzyżaniaka można nazwać outsourcingiem pracowników, PBG ma zaoszczędzić w tym roku 3-5 mln PLN. Jest to około 1,1-1,8% kapitalizacji PBG.

### **Działalność deweloperska: PBG rozpoczyna przygotowania**

Spółka PBG Dom przejęła kontrolę nad poznańską spółką KM Investment. Za 75 tys. PLN objęła nowe udziały w firmie, stanowiące 60% jej kapitału zakładowego. KM Investment jest właścicielem gruntów u zbiegu ulic Złotowskiej i Miastkowskiej w Poznaniu, na których zrealizowany zostanie projekt obejmujący ponad 60 mieszkań. Spółka, która wkrótce zmieni nazwę na Złotowska 51, dysponuje już pozwoleniem na budowę, inwestycja będzie więc mogła ruszyć tuż po zdobyciu finansowania. Decyzja kredytowa może zapaść jeszcze w kwietniu. PBG Dom zapewni środki na pokrycie kapitału własnego w wysokości 2,5 mln PLN. Łącznie projekt ma liczyć 3300 PUM, cena sprzedaży zaś ma oscylować między 6 a 6,5 tys. PLN za m<sup>2</sup>. Przejęcie projektów jest realizacją strategii przejmowania podmiotów, które weszły na rynek w czasie hossy i nie są w stanie samodzielnie dokończyć przedsięwzięć. PBG Dom interesują projekty, w przypadku których właściciele nabyli grunty po korzystnych cenach, są też skłonni utrzymać część udziałów w spółce. PBG Dom jeszcze przed dopięciem transakcji ma dążyć do pozyskania finansowania dłużnego na realizację inwestycji. Spółka PBG Dom interesuje się przejęciem podmiotu posiadającego dwa potencjalne projekty w Gdańsku.

### **Zawarcie umowy kredytowej**

PBG zawarło umowę z Nordea Bank w zakresie udzielenia kredytów krótkoterminowych w rachunku bieżącym na okres 1 roku, gwarancji bankowych na okres 3 lat oraz akredytywy na okres 3 lat do łącznej kwoty 115 mln PLN.



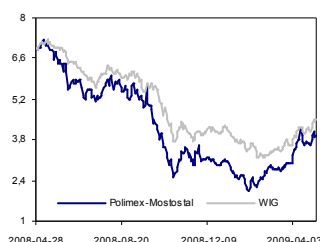
## Polimex Mostostal (Trzymaj)

Cena bieżąca: 3,9 PLN      Cena docelowa: 3,6 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-06

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 720,5	4 316,7	16,0%	4 909,0	13,7%	4 763,9	-3,0%	Liczba akcji (mln)	476,7
EBITDA	205,4	292,8	42,5%	328,9	12,3%	304,7	-7,4%	MC (cena bieżąca)	1 849,7
marża EBITDA	5,5%	6,8%		6,7%		6,4%		EV (cena bieżąca)	2 514,2
EBIT	160,4	221,2	37,9%	247,6	11,9%	205,6	-16,9%	Free float	58,8%
Zysk netto	100,1	121,9	21,8%	154,3	26,7%	131,6	-14,8%		
P/E	18,5	15,2		12,0		14,1		Zmiana ceny: 1m	21,3%
P/CE	12,7	9,6		7,8		8,0		Zmiana ceny: 6m	25,9%
P/BV	1,9	1,7		1,5		1,3		Zmiana ceny: 12m	-43,1%
EV/EBITDA	11,4	8,3		7,6		7,7		Max (52 tyg.)	7,3
Dywidenda (%)	0,5	0,3		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,0



Obniżamy rekomendację do trzymaj. Sądzymy, że przy obecnej cenie należy zaakcentować ryzyka związane z produkcją wyrobów stalowych. Paradoksalnie, z uwagi na spadek cen stali, wyniki w segmencie produkcji powinny być w Q1 i Q2 korzystne. Jednocześnie, dostrzegamy znaczną nadpodaż mocy produkcyjnych w zakresie większości materiałów budowlanych, która w wypadku możliwego odbicia cen stali (wiele hut produkuje już ze stratą), będzie powodować erozję rentowności na produkcji wyrobów ze stali. Nadal pozytywnie oceniamy perspektywę pozyskania nowych kontraktów w zakresie budownictwa energetycznego (na jesieni może rozstrzygnąć się przetarg na budowę nowego bloku energetycznego w elektrociepłowni Siekierki).

### List intencyjny w sprawie budowie elektrociepłowni o mocy 200 MW

Polimex Mostostal podpisał list intencyjny z Zakładami Azotowymi w Tarnowie, PGNiG i Tauron Energia w sprawie budowy nowej elektrociepłowni o mocy 200 MW oraz modernizacji istniejącej elektrociepłowni o mocy 65 MW na terenie Azotów Tarnów. W ramach przedsięwzięcia Polimex opracuje koncepcję i założenia techniczne, warianty finansowania inwestycji, ewentualnie zrealizuje planowaną inwestycję i modernizację oraz ewentualnie obejmie funkcję operatora elektrociepłowni.

### Kontrakt Torpolu na 95 mln PLN

Torpol zawarł kontrakt na modernizację linii kolejowej E-65 Warszawa-Gdynia o wartości 21,7 mln EUR (95 mln PLN, czyli niecałe 2% prognozowanych przychodów Polimexu na rok 2009) z PKP Energetyka. Termin wykonania upływa w grudniu 2010 roku.

### Wybór oferty za 152 mln PLN

Firmy Polimex Mostostal oraz Interbud-West (spółka zależna Energoinstalu) zostały wybrane na wykonawców Muzeum Historii Żydów Polskich. Wartość oferty to 152 mln PLN (3,1% przychodów Polimexu prognozowanych na rok 2009, 200% prognozowanych przychodów Interbudu-West na rok 2009). Oferta konsorcjum Polimex i Interbud-West była niższa od oferty Warbud, Karmar i Kem (163 mln PLN), Budimex Dromex (164,5 mln PLN), Eiffage Mitex i Strabag (169,5 mln PLN) oraz Sando Budownictwo Polska i Construcciones Sanchez Dominguez-Sando (217,5 mln PLN).



## Rafako (Akumuluj)

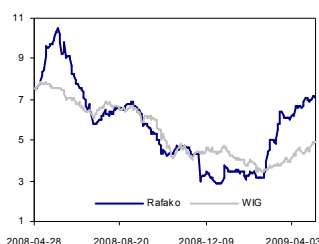
Cena bieżąca: 7,2 PLN

Cena docelowa: 7,7 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-04-08

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 137,5	1 125,6	-1,1%	1 062,0	-5,6%	1 119,7	5,4%	Liczba akcji (mln)	69,6
EBITDA	35,1	76,1	116,8%	53,8	-29,3%	61,4	14,1%	MC (cena bieżąca)	499,7
marża EBITDA	3,1%	6,8%		5,1%		5,5%		EV (cena bieżąca)	287,4
EBIT	22,1	60,8	175,6%	38,0	-37,4%	45,1	18,7%	Free float	19,5%
Zysk netto	12,2	-11,6		33,9		39,3	16,1%		
P/E	41,0			14,7		12,7		Zmiana ceny: 1m	14,9%
P/CE	19,8	133,3		10,1		9,0		Zmiana ceny: 6m	55,6%
P/BV	1,4	1,5		1,4		1,2		Zmiana ceny: 12m	-7,7%
EV/EBITDA	7,7	3,3		5,3		4,1		Max (52 tyg.)	10,5
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,8



Podtrzymujemy rekomendację akumuluj, z perspektywą podniesienia wyceny w przypadku lepszych niż oczekiwane wyników lub/i zdobycia nowych dużych kontraktów. Uważamy, że Rafako ma większe szanse na zdobycie zlecenia na budowę instalacji odsiarczania w elektrowni Bełchatów niż Energomontaż Północ (większe doświadczenie na rynku krajowym i brak konsorcjanta z kosztami w walutach obcych). Wycena giełdowa spółki mogłaby znacząco wzrosnąć, gdyby udało się jej zdobyć kontrakt na generalne wykonawstwo bloku w Siekierkach. Podkreślamy, że na tle branży, segment działalności Rafako charakteryzuje się umiarkowaną konkurencją (2,3,4 konkurentów w przetargach, nie zaś kilkunastu). Inwestycje w energetyce mają bardzo korzystne perspektywy średnio i długo-okresowe. Ryzyko związane z ewentualnymi protestami banku Millennium, w sprawie przejęcia kontraktów Elwo, nie ma naszym zdaniem implikacji krótkookresowych (postępowania sądowe, jeśli do nich dojdzie, mogą zająć kilka lat).

### Rafako zapowiada wzrost zysku operacyjnego r/r

Prezes Różacki zapowiedział, że spodziewa się wyraźnego wzrostu zysku operacyjnego r/r. Wyniki Q1 2009 nie różnią się istotnie od rezultatów z poprzednich kwartałów. W wynikach nie pojawią się już straty związane z upadłością Elwo. Portfel zamówień spółki wynosi 2 mld PLN, z tego ponad 1 mld PLN ma być zrealizowany w 2009 roku. Spółka spodziewa się pozyskać do końca roku kontrakty za kilkaset mln PLN. Rafako nie spodziewa się szybkiej realizacji transakcji przejęć.

### Wybór oferty za 246 mln PLN

Zespół Elektrowni Dolna Odra wybrał ofertę Rafako jako najkorzystniejszą w przetargu na budowę instalacji odsiarczania (IOS). Wartość kontraktu to 246 mln PLN (około 25% przychodów Rafako prognozowanych na rok 2009). Kontrakt najprawdopodobniej będzie formalnie podpisany za miesiąc. Zakończenie robót nastąpić ma za około trzy lata. Portfel zleceń na ten rok jest już wypełniony, teraz spółka myśli o jego wypełnianiu na lata kolejne.

### Rafako może odczuć kryzys w 2010 i 2011 roku?

Zgodnie z wypowiedzią prezesa Różackiego, na razie skutków kryzysu w branży nie widać, spółka może je jednak odczuć w 2010 i 2011 roku. Ze względu na sytuację zewnętrzną nie należy się w 2009 roku spodziewać znaczącego wzrostu sprzedaży. Na razie marże pozostają na atrakcyjnych poziomach, jednak od drugiej połowy 2009 roku należy się liczyć z ich spadkiem (możliwość przesunięcia realizacji części projektów energetycznych, spadku popytu na wyroby spółki). Z uwagi na ryzyko spadku popytu na produkty spółki, Rafako zamierza wejść szerzej na rynki Azjatyckie, na których spółka pojawiała się dotąd raczej sporadycznie. Efekty wzmoczonych działań mogą być obserwowalne w kolejnych latach. Spółka zamierza też rozszerzyć ofertę produktową, o na przykład instalacje do utylizacji odpadów komunalnych. Spółka zamierza ograniczyć w najbliższym czasie inwestycje do tych zapewniających utrzymanie potencjału produkcyjnego i tych umożliwiających rozwój nowych produktów. Na razie nie ma mowy o rozbudowie mocy produkcyjnych, nie są też prowadzone rozmowy w sprawie akwizycji nowych podmiotów.

### Millennium protestuje przeciw przekazaniu kontraktów Elwo do Rafako

W związku z upadłością Elwo, bank Millennium musiał utworzyć rezerwy na 50 mln PLN (łącznie rezerwy banków na opcje Elwo sięgają 150 mln PLN). Kilka banków będzie też musiało utworzyć rezerwy na niespłacone kredyty (do 100 mln PLN). Wątpliwości banku budzi przejęcie kontraktów Elwo przez Rafako (o wartości 350 mln PLN, większość w EUR). Bank sprzeciwia się także przejmowaniu pracowników Elwo przez Rafako. Prezes Różacki zapewnia, że wszystko odbyło się legalnie. Zleceniodawcy pozrywali kontrakty z Elwo i rozpoczęli poszukiwanie nowych wykonawców. Syndyk Elwo przyznał, że na razie nie dostrzega uchybień.



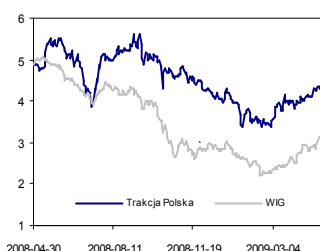
## Trakcja Polska (Kupuj)

Cena bieżąca: 4,3 PLN      Cena docelowa: 6 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-03-17

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	646,8	794,6	22,9%	1 007,8	26,8%	1 125,6	11,7%	Liczba akcji (mln)	160,1
EBITDA	35,6	60,9	71,0%	95,7	57,1%	94,1	-1,7%	MC (cena bieżąca)	688,5
marża EBITDA	5,5%	7,7%		9,5%		8,4%		EV (cena bieżąca)	427,4
EBIT	29,6	53,0	79,3%	83,6	57,6%	81,6	-2,4%	Free float	38,8%
Zysk netto	28,7	54,7	90,7%	79,4	45,2%	79,0	-0,5%		
P/E	19,5	12,6		8,7		8,7		Zmiana ceny: 1m	7,3%
P/CE	16,1	11,0		7,5		7,5		Zmiana ceny: 6m	-10,8%
P/BV	3,8	2,2		1,8		1,5		Zmiana ceny: 12m	-12,3%
EV/EBITDA	13,8	7,0		4,5		3,9		Max (52 tyg.)	5,6
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,4



2008-04-30    2008-08-11    2008-11-19    2009-03-04

**Podtrzymujemy rekomendację kupuj. Prognoza wyników na rok 2009 prawdopodobnie będzie przez nas obniżona, co uzasadniamy niższymi możliwymi do wygenerowania przychodami. Pomimo to, sądzimy, że segment budownictwa szynowego w perspektywie najbliższych lat będzie charakteryzował się wzrostami wartości inwestycji oraz umiarkowaną konkurencją. Przewidujemy, że wzrost kursu Trakcji może nastąpić, gdy opadną obawy o tempo wzrostu rynku w 2010 roku. Pozwolić na to może m.in. ponowne ogłoszenie przetargu na LCS Działdowo. Brak dużego prognozowanego wzrostu przychodów w Trakcji w 2009 roku uzasadniamy strategią przyjętą przez spółkę. Trakcja pozwoliła konkurencji zdobyć znaczące kontrakty na przełomie 2009/2010 roku, licząc na niższą konkurencję na nowych przetargach, te jednak się opóźniają. Sądzimy, że utrzymanie wysokich marż nie jest zagrożone. Wyniki Q1 2009 będą słabe, co jest już jednak w cenach (presja „efektu zimy” i wyceny instrumentów pochodnych).**

### Wyniki Q1 2009 nie rozczarują?

Prezes uważa, że przychody Trakcji będą w 2009 roku niższe niż w roku ubiegłym, m.in. ze względu na warunki pogodowe, mimo to, spółka nie powinna rozczarować rynku wynikami Q1 2009. Konsensus PAP zakłada 104 mln PLN przychodów, 4,1 mln PLN straty EBIT i 0,5 mln PLN straty netto. Przychody pierwszego kwartału nie przekraczają przeważnie 15-18% całorocznych przychodów. Spółka zamierza odzyskać w 2009 roku rezerwy księgowe utworzone w związku z wyceną forwardów (w Q4 2008 rezerwy te wyniosły 40 mln PLN, w 2009 roku zapada 90% transakcji forward podpisanych przez Trakcję).

### Najkorzystniejsza oferta za 429 mln PLN

Konsorcjum złożone z Trakcji Polskiej, PRK-7 (spółka zależna), PRKiI (spółka zależna) oraz PRK Kraków złożyło najkorzystniejszą ofertę w przetargu na budowę LCS Ciechanów. Wartość oferty to 429,1 mln PLN (79,6% kosztorysu w wysokości 539,0 mln PLN). 100% kryterium w przetargu to cena. Sądzimy, pomimo cena zaoferowana przez spółkę jest o 20,4% niższa od kosztorysu, realizacja prac zagwarantuje realizację marż brutto na poziomie 9%. Uważamy, że spółka była w stanie zaoferować niższą cenę uwzględniając spadki cen materiałów budowlanych, w tym stali oraz kalkulując ewentualne kary wynikające z opóźnionej realizacji prac na niższym poziomie. Sądzimy, że mógł na to pozwolić również zakup nowoczesnej maszyny do robót torowych.

### Kontrakt za 38,1 mln PLN

Trakcja Polska w konsorcjum z Przedsiębiorstwem Robót Komunikacyjnych (pełnomocnik konsorcjum) oraz Andrzejem Sawickim (partner), zawarła umowę z PKP PLK na modernizację linii 223 Czerwonka-Ełk na odcinku Orzysz – Ełk. Wartość kontraktu to 38,1 mln PLN. Termin zakończenia robót przypada na listopad 2012 roku. Wartość przetargu nieznacznie przekracza 3,5% prognozowanych przychodów Trakcji na rok 2009.

### Prezes Radziwiłł o akwizycjach

W kwestii akwizycji, prezes Radziwiłł przyznaje, że strategią spółki nie jest kupowanie małej czy średniej firmy drogowej, ale raczej wzmocnienie w zakresie budownictwa szynowego. Obecnie Trakcja skupi się na przejęciach dwóch firm, m.in. PRK Kraków (oferta ma zostać złożona do 8 maja). Zamierza też domknąć projekt farm wiatrowych (inwestycja ma kosztować Trakcję ponad 30 mln PLN). Prezes Radziwiłł szacuje, że plany akwizycyjne mogłyby kosztować do 180 mln PLN i gdyby do nich doszło, to zarząd nie będzie rekomendował wypłaty dywidendy, albo ograniczy ją do niewielkiej kwoty. W momencie, gdy spółka będzie większym graczem w swym segmencie, będzie można mówić o dalej posuniętej konsolidacji w zakresie infrastruktury. Na jesieni akcjonariuszom ma zostać zaproponowany pomysł stworzenia większej grupy budowlanej. Chodzi o połączenie z firmą lub firmami, które zajmują się budownictwem



drogowym oraz związanym z ochroną środowiska i energetyką. Główny akcjonariusz sprzyja takiej strategii.

### **Perspektywa przychodów i wyniku w 2009 i 2010 roku**

Podpisanie kontraktu na LCS Ciechanów (429 mln PLN, oferta Trakcji jest najkorzystniejsza cenowo), ma pozwolić spółce na wygenerowanie 80 mln PLN przychodów w 2009 roku. Realne jest więc 850 mln PLN przychodów. Szacunki analityków zapowiadające 60-65 mln PLN zysku nie są pozbawione sensu. Portfel zamówień na rok 2009 najprawdopodobniej już znacząco nie wzrośnie, a kolejne zapowiadane przetargi nie przyniosą już prawdopodobnie przychodów w tym roku (od ogłoszenia przetargu do pierwszych wpływów mija często 6 miesięcy). Zgodnie z oceną prezesa, PKP PLK zainwestuje w budowę i modernizację podobną kwotę co w 2008 roku, dlatego kilkuprocentowy wzrost przychodów będzie dużym sukcesem, wynikać również będzie ze wzrostu kursu EUR/PLN. Najbliższe miesiące zaś mają szansę przynieść prawdziwy wysyp przetargów o wartości 3 mld PLN, których realizacja przypadnie na lata następne (odcinek Wrocław – granica woj. Dolnośląskiego: 1 mld PLN, LCS Działdowo: 1 mld PLN, odcinek Grodzisk – Skiemiewice: 700 mln PLN). Wydatki PKP PLK w 2010 roku powinny wynieść 4,5 mld PLN (2009: 3,6 mld PLN, 2008: 3,2 mld PLN), co ma dać 20% wzrost przychodów grupy. Zdaniem prezesa marża na realizacji LCS Ciechanów jest niższa niż 10%, spółka musiała zejść z ceną, gdyż groziły jej w drugiej połowie roku przestoje. Mimo to, marża jest „godziwa”. Portfel zamówień na 2010 rok sięga 500 mln PLN (blisko połowa oczekiwań zarządu spółki na rok kolejny). Istnieje spora szansa, że w 2010 roku rentowność Grupy nie spadnie, gdyż rośnie wydajność pracy. Prezes uważa, że wejście konkurencji spółce nie grozi. Wzmocnienie kursu EUR/PLN dodatkowo zmniejsza atrakcyjność ofert zagranicznych spółek.



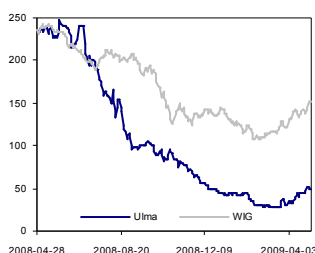
## Ulma Construcción Polska (Trzymaj)

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-03-05

Cena bieżąca: 49,5 PLN    Cena docelowa: 30 PLN

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	222,6	241,5	8,5%	203,5	-15,8%	200,5	-1,5%	Liczba akcji (mln)	5,3
EBITDA	108,4	103,4	-4,7%	74,5	-27,9%	72,2	-3,1%	MC (cena bieżąca)	260,0
marża EBITDA	48,7%	42,8%		36,6%		36,0%		EV (cena bieżąca)	393,5
EBIT	66,6	40,9	-38,5%	26,7	-34,8%	23,7	-11,1%	Free float	24,5%
Zysk netto	50,9	25,9	-49,2%	11,2	-56,6%	11,3	0,6%		
P/E	5,1	10,1		23,2		23,0		Zmiana ceny: 1m	43,5%
P/CE	2,8	2,9		4,4		4,4		Zmiana ceny: 6m	-35,2%
P/BV	1,1	1,0		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	-79,6%
EV/EBITDA	3,0	4,3		5,3		5,0		Max (52 tyg.)	248,0
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	27,0



Podtrzymujemy rekomendację trzymaj, w oczekiwaniu na wyniki Q1 2009. W przeciwieństwie do spółek budowlanych, marża brutto na sprzedaży nie jest efektem budżetowanej rentowności kontraktu, ale pochodną skali działalności (przychody są uzależnione od stawek dzierżawy i rotacji majątku, koszty własne sprzedaży w dużej części są stałe). W efekcie, biorąc pod uwagę zmianę sytuacji konkurencyjnej (spadek cen dzierżawy szalunków) oraz pogodowej (silniejsza zima niż w 2 ostatnich latach), istnieje duże ryzyko zaskoczeń w przypadku prognozy wyników kwartalnych. Cykliczność działalności Ulmy jest różna od cykliczności działalności generalnych wykonawców. Istnieje duże prawdopodobieństwo, że w 2009 roku generalni wykonawcy pokażą rekordowo dobre wyniki, Ulma zaś rekordowo słabe, co związane jest z niewielką ilością prac żelbetowych w budownictwie kubaturowym (efekt zatrzymanej podaży nowych budynków mieszkaniowych i komercyjnych). Obecnie nadpodaż szalunków zgodnie z opinią zarządu sięga 40-50%. Nieznacznej poprawy sytuacji spodziewamy się w drugiej połowie roku (realizacja prac w zakresie budownictwa infrastrukturalnego). Budownictwo infrastrukturalne gwarantowało do tej pory około 16% przychodów, w 2009 roku zarząd planuje podwojenie udziału segmentu w przychodach. Prawdopodobnie, pewna poprawa wyników Ulmy pojawi się w 2010 roku (oczekiwane „odbicie” budownictwa mieszkaniowego), w 2011 roku zaś, zakładając koniec kryzysu w roku 2010, wyniki powinny być już całkiem przyzwoite.



## Unibep (Trzymaj)

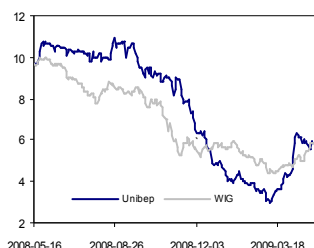
Cena bieżąca: 5,9 PLN

Cena docelowa: 4,9 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-06

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	407,5	502,9	23,4%	545,7	8,5%	523,8	-4,0%	Liczba akcji (mln)	33,9
EBITDA	16,7	33,4	99,6%	28,1	-15,9%	18,3	-35,0%	MC (cena bieżąca)	199,2
marża EBITDA	4,1%	6,6%		5,1%		3,5%		EV (cena bieżąca)	221,3
EBIT	15,8	31,8	101,3%	23,6	-25,5%	13,8	-41,8%	Free float	23,0%
Zysk netto	11,7	27,6	135,3%	18,1	-34,5%	12,4	-31,3%		
P/E	13,6	7,2		11,0		16,0		Zmiana ceny: 1m	35,2%
P/CE	12,6	6,8		8,8		11,8		Zmiana ceny: 6m	-30,8%
P/BV	9,7	1,9		1,6		1,5		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	8,7	4,3		7,9		8,9		Max (52 tyg.)	11,0
Dyield (%)	0,3	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,0



Obniżamy rekomendację do trzymaj, w związku z wzrostem ceny akcji spółki. Z uwagi na korzystne efekty kontraktacji, nie wykluczamy podniesienia prognozy przychodów na lata kolejne. Nie zakładamy zaś podwyższenia prognoz rentowności. Zwracamy uwagę, że spółka prowadzi bardziej agresywną politykę ofertowania, niż na przykład Erbud. Kontrakty na budowę biurowca przy ul. Grzybowskiej oraz na budowę osiedla domów pod Moskwą, narażają spółkę na ryzyko kursowe. Kontrakty podpisane zostały w EUR, wejść zaś w życie mogą dopiero w momencie pozyskania przez inwestora finansowania. Sądzymy, że w wypadku aprecjacji PLN w stosunku do EUR, renegocjacja kontraktów na tak słabym rynku mogłaby być dla spółki znacząco utrudniona. Generalnie, uważamy, że strategia dużego wzrostu przychodów w czasie kryzysu (1 mld przychodów w 2011 roku) może okazać się ryzykowna. Czekamy na dalszy rozwój sytuacji w zakresie kontraktów pozyskiwanych przez Unibep.

### Warunkowy kontrakt rosyjski na 52,6 mln EUR

Unibep podpisał kontrakt na budowę osiedla domów Witaland w województwie moskiewskim, które składać się będzie z 167 mieszkań w domach jednorodzinnych i szeregowych, dróg, zagospodarowania terenu, ogrodzeń, sieci zewnętrznych, przyłączy i infrastruktury. Wartość kontraktu to 52,6 mln EUR (236 mln PLN). Wejście w życie kontraktu uzależnione jest od pozyskania przez inwestora finansowania. W przypadku jego nie uzyskania do dnia 30.09.2009, umowa rozwiązuje się nie powodując żadnych skutków dla każdej ze stron. Inwestorem jest spółka OOO „Witaland”. Wartość kontraktu to 43,2% wartości prognozowanych na rok 2009 przychodów. Zwracamy uwagę na to, że wejście w życie zlecenia zależy od pozyskania przez inwestora finansowania.

### Podpisanie kontraktu na budowę Opery i Filharmonii Podlaskiej

Unibep podpisał kontrakt na budowę Opery i Filharmonii Podlaskiej o wartości 59,6 mln PLN. Termin realizacji przypada na 33 miesiące od daty podpisania umowy. Wartość kontraktu to 11% przychodów spółki prognozowanych na rok 2009.

### Zawarcie umowy na budowę aquaparku

Unibep zawarł umowę na budowę aquaparku. Wartość kontraktu to 45 mln PLN (8,2% prognozowanych przychodów na rok 2009), termin realizacji upływa zaś 30 września 2011 roku.

### Plany rozwoju spółki

Portfel zamówień Unibepu na rok 2009 jest już w ponad 80% zapełniony. Nie powinno być problemu z jego dopięciem. Spółka składa oferty w bardzo wielu przetargach, w tym na rynku rosyjskim. Unibep jest przygotowany do budowy oczyszczalni ścieków w Kaliningradzie, wraz z partnerami. Przetarg nie został jeszcze ogłoszony. Spółka oczekuje również na ogłoszenie przetargu na budowę przejścia granicznego w Sowiecku. Unibep przeszedł prekwifikacje na rozbudowę portu lotniczego Gdańsk – Rębiechowo. Spółka zauważa poprawę w zakresie budownictwa mieszkaniowego. Liczy też na duże zlecenia drogowe.

## Deweloperzy

### Wyniki przedsprzedaży mieszkań w Q1 2009

Liderem sprzedaży mieszkań jest ponownie Gant Development. Spółka w marcu sprzedała 60 lokali, czyli tyle, co w lutym. W całym Q1 2009 Gant sprzedał 164 mieszkania (Q4 2008: 205). Związane jest to ze znacznymi obniżkami cen mieszkań wprowadzonymi przez spółkę. Spółka zdecydowała się na budowę nowych obiektów – rozpoczęła się budowa inwestycji w Gdańsku, wkrótce też rozpocznie się projekt w Krakowie. Spółka rozważa też zakup projektu w tym mieście. Spłynęły do niej cztery oferty, dotyczące projektów na różnym etapie przygotowań. J.W. Construction w Q1 2009 sprzedało 120 mieszkań (Q4 2008: 90). Nie znaczy to jednak, że klienci nie przestali rezygnować z zawartych umów, spółka nie chce komentować skali rezygnacji. Mieszkania zwrócone do spółki zostają szybko sprzedane. Dom Development na razie nie zdradza wyniku przedsprzedaży, przyznaje jednak, że był one lepszy niż w Q4 2008 (92 lokale). Zgodnie ze słowami prezesa, rynek pozbawiony fundamentu jakim jest kredytowanie, może się jednak nie odbić przez rok czy dwa lata. Polnord zawarł umowy sprzedaży 78 mieszkań w porównaniu z 66 w Q4 2008. Sprzedaż netto była jednak mniejsza, gdyż spółka doświadczyła w Q1 2009 29 rezygnacji. Sytuacja poprawiła się w marcu, gdy liczba anulacji zmalała do 2 umów. Marvipol w Q1 2009 znalazł nabywców na 62 lokale, czyli o sześć więcej niż w poprzednim kwartale. Ronson w Q1 2009 sprzedał 57 mieszkań. Odsetek rezygnacji z umów jest znikomy, gdyż umowa sprzedaży jest przez spółkę zawierana dopiero po podpisaniu umowy rezerwacyjnej. Ponadto, umowy zawierane z deweloperem zakładają równomierne wpłaty w czasie trwania inwestycji.

### Trwale odbicie sprzedaży mieszkań, czy tylko korekta?

Zgodnie z danymi redNet, w pierwszym kwartale w Warszawie sprzedanych zostało prawie 1400 mieszkań z rynku pierwotnego, tzn. prawie 40% więcej niż w Q4 2008 i o 45% mniej niż w Q1 2008. Analitycy branżowi są zgodni, że jest jeszcze za wcześnie, aby ogłaszać trwałą poprawę sytuacji na rynku. Zauważalny jest wzrost odsetka transakcji dokonywanych za gotówkę.

### Analizy Open Finance o cenach mieszkań

Analizy Open Finance przewidują, że tempo spadku cen mieszkań zmaleje. Według wyliczeń spółki, ceny transakcyjne od początku roku spadły w Warszawie o 9%, w Poznaniu o 13%, o 8% w Gdańsku. Zdaniem analityków, prognozowane spadki cen o 10-15% w zasadzie zrealizowały się. Podaż jest znacznie wyższa niż popyt, program Rodzina na Swoim jest zaś niewystarczający do zrównoważenia rynku. Wzrost liczby transakcji może utrzymać ceny transakcyjne na obecnych poziomach. W dalszej części roku dla zachowania się cen mieszkań kluczowa ma być sytuacja na rynku pracy – zwolnienia w firmach mają przełożyć się na ponowny spadek popytu na lokale. Zgodnie z raportem Open Finance, ceny mieszkań na rynku wtórnym spadły w marcu o 1% m/m i 6,1% r/r.

### Statystyki REAS dotyczące czasu potrzebnego na sprzedaż oferty deweloperów

Zgodnie ze statystykami i opiniami REAS przytoczonymi w prasie, w Q1 2009 deweloperzy sprzedali 4,4 tys. lokali, równocześnie, zanotowano 1020 wycofań (Q4 2008: 700). Zwroty są spowodowane brakiem pozyskania finansowania lub świadomą decyzją klienta. Mieszkania wprowadzone do oferty w Q1 2009 były średnio o prawie 900 PLN za m<sup>2</sup> tańsze niż porównywalne. Zgodnie z obliczeniami REAS, gdyby tempo sprzedaży z Q1 2009 miało się utrzymać, deweloperzy będą potrzebowali 33 miesięcy na sprzedaż całej swojej oferty w Warszawie, 24 miesięcy w Łodzi, 21 miesięcy w Krakowie, 19 miesięcy w Poznaniu, 17 miesięcy we Wrocławiu oraz 16 miesięcy w Trójmieście. Dla rynku w stanie równowagi powinno to być około 12 miesięcy. Ceny transakcyjne są średnio o 10-15% niższe od cen ofertowych.

### Dane za 2008: różnica między ceną ofertową a transakcyjną

Eksperti firmy Emmerson przeanalizowali blisko 5 tys. aktów notarialnych kupna i sprzedaży, zawartych we wszystkich dzielnicach Warszawy w 2008 roku. Na tej podstawie byli w stanie ustalić, że średnia różnica pomiędzy ceną ofertową a transakcyjną sięgała od 2,6% (Białołęka) do 17,1% (Śródmieście, Praga Północ). Wysokie rozbieżności występowały też na Bielanach (9,5%), Ochocie (12,8%), Pradze Południe (8,4%), Ursusie (9,6%), Ursynowie (8,3%), Wilanowie (8,2%) oraz Woli (13,2%). Najniższe rozbieżności zaobserwowano w innych dzielnicach stosunkowo odległych od centrum (Rembertów: 4,5%, Wesoła: 3,2%, Włochy: 4,6%, Żoliborz: 4,1%). Zgodnie z wstępnymi danymi za Q1 2009, średnie ceny mieszkań na rynku wtórnym są w Q1 o 3% niższe niż w 2008 roku. Największe spadki nastąpiły w Wawrze (-10%), największe zaś wzrosty na Ursynowie (+7%, efekt znacznej liczby transakcji po cenie za m<sup>2</sup> powyżej 10 tys. PLN). Należy zwrócić uwagę, że dane z aktów notarialnych są często o kilka miesięcy opóźnione w stosunku do daty zawarcia transakcji.

### Deweloperzy rozpoczną nowe projekty

Przedstawiciel Polnordu uważa, że zakładając obecne tempo sprzedaży, oferta spółki zostanie

sprzedana do połowy przyszłego roku, należy więc rozpocząć nowe inwestycje. Firma na przełomie czerwca i lipca planuje zacząć budowę 150 mieszkań na warszawskim Wilanowie. Podobne plany ma JHM Development. Spółka rozpoczęła już inwestycje w Rawie Mazowieckiej, trwa też budowa w Żyrardowie i Rumi, za moment rozpocznie się budowa osiedla w Skierniewicach. W tym roku może też ruszyć inwestycja na Helu. Firma MK Inwestycje, która wstrzymała budowę apartamentów w centrum Katowic, pragnie rozpocząć budowę na jesieni (prace miały ruszyć na wiosnę). Prezes Dom Development zapowiada, że jeśli obecne tempo sprzedaży utrzyma się, spółka rozpocznie nowe projekty jesienią. Na odmianę przedstawiciel Hirny BD przyznaje, że spółka w tym roku rozpocznie jedynie mniejsze projekty, rozpoczęcie budowy dużego projektu na 250 mieszkań w Pruszkowie z przyczyn formalnych będzie możliwe dopiero w roku przyszłym (trwają prace projektowe). Triton Development na razie zamierza poczekać na ostateczne ukształtowanie się trendu sprzedaży.

### **Wzrasta liczba transakcji na rynku wtórnym, rośnie też podaż**

Prezes spółki Północ Nieruchomości dostrzega wzrost zapytań o mieszkania. Zainteresowanie to zaczyna przekładać się na transakcje, których wartość powinna być w marcu o kilkanaście procent wyższa niż w styczniu czy lutym. Nie wiadomo na razie, czy to jedynie korekta, czy trwała tendencja. Większy ruch na rynku mieszkaniowym potwierdzają analitycy Open Finance. W marcu liczba zarejestrowanych transakcji wzrosła o około 20% w porównaniu do lutego, który z kolei był o 30% lepszy od stycznia. Nie można mówić jednak o powrocie hossy, to raczej efekt niskiej bazy z początku roku. Open Finance zauważył też jeszcze jeden trend – transakcyjność rośnie najszybciej tam, gdzie szybciej spadają ceny. Niestety, zauważalny jest także wzrost podaży na rynku wtórnym. Zgodnie z analizą Open Finance, w portalu Szybko.pl liczba ofert w marcu była o 7,5% wyższa niż w lutym, o 58% wyższa niż w grudniu i o 83% wyższa niż rok temu.

### **Liczba pozwoleń na budowę i rozpoczętych budów znacząco spadła**

Zgodnie z danymi GUS, liczba wydanych pozwoleń na budowę spadła w Q1 2009 o 13,8%, zaś liczba mieszkań, których budowę rozpoczęto, spadła o 38,4%. Liczba mieszkań pozostających obecnie w budowie jest o 1,7% niższa niż w roku ubiegłym. Naszym zdaniem dane nie oddają w pełni skali spadku ilości nowych budów. Pozwolenie na budowę jest ważne przez 3 lata. Wiele z nie rozpoczętych projektów deweloperskich posiada już pozwolenie na budowę, prace jednak nie ruszają. W efekcie, obecnie spadek nie jest duży, gdyż deweloperzy zabezpieczają możliwość realizacji przyszłych inwestycji.

### **Spadają ceny działek budowlanych**

Spadają ceny działek budowlanych. W ostatnim roku największy spadek zanotowały grunty w Gdańsku (-16%). W Warszawie i Krakowie działki staniały średnio o 10-11%, w Poznaniu i Wrocławiu zaś o 7-8%. W Q1 2009 ceny skorygowały się nieznacznie w górę, jednak zdaniem ekspertów jest to typowe wahnięcie sezonowe (na wiosnę pojawiają się w ofercie nowe działki). W praktyce ceny transakcyjne mogą być znacznie niższe od ofertowych, nawet o 15-20%.

### **W 2008 roku cudzoziemcy kupili jedynie 3,2 tys. mieszkań**

Zgodnie ze statystykami MSWiA, cudzoziemcy kupili w 2008 roku 3,2 tys. mieszkań (analitycy oczekiwali 8 tys.). Niektórzy inwestorzy sprzedali jednak mieszkanie przed jego ukończeniem, w efekcie transakcja ta nie trafiła do statystyk. Szacowano, że w 2006 roku nawet co dziesiąte mieszkanie budowane przez deweloperów finansowali obcokrajowcy. Ponad połowę z 3,2 tys. lokali, bo aż 1,7 tys., kupili Niemcy, następnie miejsca zajęli Brytyjczycy, Irlandczycy i Hiszpanie.

### **Prawie trzykrotny wzrost liczby mieszkań do wynajęcia**

Zgodnie z danymi Szybko.pl, prawie trzykrotnie wzrosła liczba mieszkań do wynajęcia. Duży wzrost podaży zmusza właścicieli lokali do konkurencji ceną. W Warszawie przeciętne czynsze spadły o 4%. W śródmieściu jednak ceny wynajmu wzrosły. Zdaniem analityków trend będzie kontynuowany.

### **Tylko co dziesiąty deweloper nie stosuje rabatów**

Zgodnie z danymi redNet Consulting, tylko co dziesiąty deweloper nie przyznaje rabatów klientom nabywającym mieszkanie, natomiast w pozostałych przypadkach mieszkanie można nabyć średnio o 9,3% taniej, niż wynikałoby to z ceny ofertowej.

### **Biura: w dużych miastach przybywa pustostanów**

W dużych miastach przybywa pustostanów w zakresie powierzchni biurowej. Najwięcej jest ich w Łodzi, najmniej w Trójmieście. W centrum Warszawy odsetek pustostanów wzrósł z 3,4% w roku ubiegłym do 4,1% w Q1 2009, w lokalizacjach pozostałych w Warszawie – spadł z 2,9% do 2,1%, we Wrocławiu wzrósł z 2,9% do 4,1%, w Trójmieście wzrósł z 0,7% do 2,7%, w Poznaniu wzrósł z 2,3% do 3,4%, w Łodzi wzrósł z 7,0% do 9,5%, w Krakowie wzrósł z 0,6% do 2,8%, w Katowicach spadł z 2,1% do 1,1%. Wzrost pustostanów to efekt schłodzenia gospodarczego i wzrostu podaży powierzchni. Zdaniem eksperta CB Richard Ellis, drastycznie spadły inwestycje typu business process outsourcing. Znacznego wzrostu pustostanów należy spodziewać się



pod koniec roku, wraz z oddaniem kolejnych biurowców. Zdaniem przedstawiciela Cushman & Wakefield, obecna sytuacja składania deweloperów do proponowania coraz większych obniżek czynszów. Pustostany to przede wszystkim obiekty oddane pod koniec zeszłego roku. Wolne biura pojawiają się jednak także w starszych budynkach. Dziś w Warszawie powstaje 447 tys. m<sup>2</sup> biur, z czego 68% budowane jest „spekulacyjnie” (bez podpisanych umów najmu). Część projektów może zostać zawieszona, jednak w tym roku i tak zostanie oddane 170 tys. m<sup>2</sup>. Zdaniem pośredników, obecnie można wynająć biura po korzystnych cenach, zaś wstrzymanie wielu inwestycji może spowodować powrót czynszów do tendencji wzrostowej za 1-2-3 lata.

## Gant Development

### Czekają nas bardzo dobre wyniki Q1 2009 wg. MSR 18

Wg. MSR 18 Gant w 2008 roku mógłby rozpoznać sprzedaż jedynie 100 mieszkań, w efekcie przychody roczne wyniosłyby 44,4 mln PLN (MSR 11: 266,1 mln PLN), zysk brutto zaś na sprzedaży jedynie 6,4 mln PLN (MSR 11: 101,4 mln PLN). W Q1 2009 Gant zamierza oddać i rozpoznać w wyniku sprzedaż 250 mieszkań, w efekcie wyniki finansowe wg. MSR 18 będą w Q1 2009 znacznie lepsze niż w 2008 roku, również licząc wg. MSR 18. Liczba sprzedanych mieszkań nie maleje, w kwietniu Gant sprzedał 70 mieszkań.

### Ceny transakcyjne wzrosły w marcu?

Pod względem sprzedaży kwiecień powinien być dla Ganta co najmniej porównywalny z marcem, gdy spółka znalazła nabywców na około 60 lokali. Wiceprezes Henryk Feliks przyznaje, że ceny transakcyjne są nieco wyższe niż w marcu i „dość znacząco” wyższe niż w styczniu. Pomimo lekkiej poprawy w kredytach hipotecznych, wiceprezes nie spodziewa się wzrostu sprzedaży w następnych miesiącach (ma się ona ustabilizować na poziomie 60 lokali). Spółce kończy się oferta mieszkań. Spółka planuje rozpoczynanie kolejnych projektów w najbliższym czasie.

## Orco Property Group

### Wyniki niezaudytowane za Q4 2008

Spółka zaraportowała 299,9 mln EUR przychodów i 390,6 mln EUR straty netto. Z tego około 217,0 mln EUR spowodowane jest ujemną wyceną nieruchomości inwestycyjnych, zaś 188,5 mln EUR amortyzacją, odpisami oraz rezerwami. W efekcie, kapitał własny spółki skurczył się do 427,7 mln EUR, dług netto zaś wynosi na koniec Q4 2008 prawie 1,5 mld EUR. Spółka rozpocznie rozmowy z obligatariuszami w sprawie renegotjacji spłaty obligacji o wartości 400 mln EUR, negocjuje także zawieszenie spłat pożyczek o wartości 100 mln EUR, których termin zapada w 2009 roku. Spółka zamierza wycofać się z notowania na niektórych giełdach (jest notowana na 6 rynkach), na GPW jednak zostanie. Spółka obecnie, na okres 0,5 roku, na mocy prawa francuskiego, jest chroniona przed wierzycielami (tzw. procedura sauvegarde). Okres ochrony przed wierzycielami może być przedłużony dwukrotnie, tzn. może maksymalnie wynieść 1,5 roku. W najbliższym czasie zarząd planuje dokonać restrukturyzacji grupy, polegającej na sprzedaży znacznej części aktywów (m.in. inwestycje w Rosji, obiektów biurowych w Niemczech z wyjątkiem Berlina, firma zarządzająca hotelami, spółka planuje też ograniczyć działalność deweloperską w segmencie mieszkaniowym do Warszawy i Pragi). Celem jest, aby aktywa inwestycyjne na wynajem stanowiły 2/3 aktywów spółki w 2011 roku. Wartość sprzedanych aktywów w tym roku ma wynieść 200 mln EUR. Spółka znacznie ograniczyła plany wydatków kapitałowych do 280 mln EUR z 630 mln EUR.

## Ronson

### Ronson obniża ceny w projekcie Galileo

Ronson otrzymał już pozwolenie na użytkowanie pierwszej inwestycji w Poznaniu, Galileo. Z 232 lokali deweloper sprzedał 75. Kilkanaście lokali zostało już przekazanych w ostatnich dniach marca. Do końca Q2 spółka powinna przekazać łącznie 30-40 mieszkań. W Q1 2009 spółka sprzedała 7 lokali. Dotychczas ceny mieszkań w projekcie były znacznie wyższe niż średnia poznańska i sięgały 11,4 tys. PLN/m<sup>2</sup>, teraz klienci dewelopera mogą liczyć na rabat w wysokości 15%. Z uwagi na podniesienie limitów cenowych w programie Rodzina na Swoim, aż 44 lokale kwalifikują się do programu. Zgodnie z wypowiedzią p. Łapińskiego, trudno szacować marże na projekcie, w którym sprzedano dotychczas 1/3 mieszkań, jednak średnia marża brutto powinna utrzymać się na poziomie kilkunastu procent.



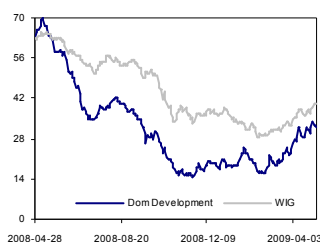
## Dom Development (Sprzedaj)

Cena bieżąca: 32,5 PLN    Cena docelowa: 21,9 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-06

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	878,8	698,2	-20,6%	605,5	-13,3%	556,8	-8,1%	Liczba akcji (mln)	24,6
EBITDA	243,2	168,1	-30,9%	122,1	-27,4%	34,4	-71,8%	MC (cena bieżąca)	797,0
marża EBITDA	27,7%	24,1%		20,2%		6,2%		EV (cena bieżąca)	866,6
EBIT	241,0	165,7	-31,2%	119,6	-27,8%	32,0	-73,3%	Free float	20,0%
Zysk netto	200,6	136,9	-31,7%	106,5	-22,2%	49,8	-53,2%		
P/E	4,0	5,8		7,5		16,0		Zmiana ceny: 1m	20,8%
P/CE	3,9	5,7		7,3		15,3		Zmiana ceny: 6m	96,4%
P/BV	1,1	1,0		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	-51,5%
EV/EBITDA	3,3	6,4		7,1		11,6		Max (52 tyg.)	69,7
Dyield (%)	0,0	6,3		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	14,8



W związku z wzrostem kursu spółki, który naszym zdaniem nie znajduje odzwierciedlenia w majątku spółki (sporo działek kupionych po zbyt wysokich cenach), obniżamy rekomendację do sprzedaj. Nie spodziewamy się znacznej poprawy sytuacji na rynku w stosunku do marca 2009. Z jednej strony oczekujemy stopniowego wzrostu sprzedaży, z drugiej spadku cen na rynku pierwotnym (spadki będą wyprzedzać rynek wtórny). Nie wierzymy we wstrzymanie podaży nowych mieszkań, co miałooby doprowadzić do ponownego wzrostu cen. Z uwagą za to przyglądamy się spadkowi kosztu wykonawstwa 1 PUM powierzchni mieszkaniowej. Sądzymy, że rewizja szacowanych kosztów budowy mogłaby pozwolić na podwyższenie wyceny banku ziemi deweloperów, mimo to, nie zachwiałaby naszą rekomendacją w przypadku Dom Development. Rewizja prognozy spadku cen mieszkań nawet o +10% (łącznie 20% spadku cen nieruchomości, nie zaś 30%) również nie pozwoliłaby na sformułowanie rekomendacji pozytywnej (wyższej niż trzymaj).

### Wyniki przedsprzedaży w Dom Development

Zgodnie ze słowami prezesa, sprzedaż mieszkań w Q1 2009 przekroczyła 100 lokali. Spółka szacuje, że w obecnym roku sprzeda znacznie mniej niż 1000 lokali. Dom Development przygotowuje nowy program stymulujący sprzedaż. Nie będzie wiązał się on z obniżką cen mieszkań, ale z „innymi zachętami dla klientów, tak, aby zakup mieszkania uczynić mniej uciążliwym dla budżetu domowego”. Spółka nadal dąży do utrzymania wysokiej płynności, tak aby możliwe było i rozpoczęcie nowych projektów, jak i przetrwanie na rynku, stosownie do dalszego rozwoju sytuacji. Środki pieniężne mogą też posłużyć do zakupu gruntów po atrakcyjnych cenach, gdy pojawią się takie okazje. W najbliższym czasie spółka nie planuje jednak dużych zakupów.



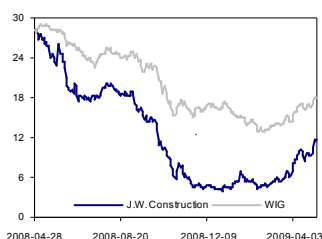
## J.W. Construction (Trzymaj)

Cena bieżąca: 11,5 PLN    Cena docelowa: 10,3 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-06

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	781,1	741,0	-5,1%	813,7	9,8%	792,4	-2,6%	Liczba akcji (mln)	54,7
EBITDA	211,9	154,6	-27,1%	198,6	28,5%	137,9	-30,5%	MC (cena bieżąca)	626,8
marża EBITDA	27,1%	20,9%		24,4%		17,4%		EV (cena bieżąca)	839,2
EBIT	198,6	137,7	-30,7%	179,0	30,1%	117,9	-34,2%	Free float	18,0%
Zysk netto	148,1	100,3	-32,3%	148,0	47,6%	120,8	-18,4%		
P/E	4,1	6,3		4,2		5,2		Zmiana ceny: 1m	45,0%
P/CE	3,8	5,3		3,7		4,5		Zmiana ceny: 6m	53,0%
P/BV	1,1	1,0		0,8		0,7		Zmiana ceny: 12m	-58,1%
EV/EBITDA	5,3	7,9		4,2		1,0		Max (52 tyg.)	27,7
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	4,0



W związku ze wzrostem kursu spółki, obniżamy rekomendację do trzymaj. Nadal uważamy, że sytuacja bilansowa J.W. Construction poprawi się w drugiej połowie roku, obecnie jednak jest to już zdyskontowane. Nie spodziewamy się znacznej poprawy sytuacji na rynku w stosunku do marca 2009. Z jednej strony oczekujemy stopniowego wzrostu sprzedaży, z drugiej spadku cen na rynku pierwotnym (spadki będą wyprzedzać rynek wtórny). Nie wierzymy we wstrzymanie podaży nowych mieszkań, co miałyby doprowadzić do ponownego wzrostu cen. Z uwagą za to przyglądamy się spadkowi kosztu wykonawstwa 1 PUM powierzchni mieszkaniowej. Zwracamy uwagę, że wycena J.W. Construction jest w najmniejszym stopniu wrażliwa na założenia dotyczące spadku cen mieszkań oraz spadku cen usług budowlanych (ze względu na stosunkowo ograniczony bank ziemi będący w posiadaniu spółki).



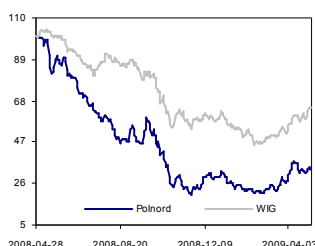
## Polnord (Akumuluj)

Cena bieżąca: 32,9 PLN    Cena docelowa: 35 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-06

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	131,5	391,1	197,4%	381,5	-2,5%	239,0	-37,4%	Liczba akcji (mln)	18,1
EBITDA	33,0	123,9	275,2%	115,3	-6,9%	17,2	-85,1%	MC (cena bieżąca)	595,1
marża EBITDA	25,1%	31,7%		30,2%		7,2%		EV (cena bieżąca)	957,8
EBIT	31,4	121,9	288,3%	113,3	-7,1%	15,2	-86,6%	Free float	36,0%
Zysk netto	25,1	90,5	260,5%	97,5	7,8%	28,4	-70,8%		
P/E	18,5	6,6		6,1		20,9		Zmiana ceny: 1m	9,3%
P/CE	17,4	6,4		6,0		19,5		Zmiana ceny: 6m	12,5%
P/BV	0,6	0,6		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-67,2%
EV/EBITDA	22,8	9,6		8,3		39,9		Max (52 tyg.)	100,4
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	19,8



Obniżamy rekomendację do akumuluj. Sądzymy, że majątek Polnordu pozostawia pole do wzrostu kursu akcji dewelopera. Nie spodziewamy się znacznej poprawy sytuacji na rynku w stosunku do marca 2009. Z jednej strony oczekujemy stopniowego wzrostu sprzedaży, z drugiej spadku cen na rynku pierwotnym (spadki będą wyprzedzać rynek wtórny). Nie wierzymy w wstrzymanie podaży nowych mieszkań, co miałyby doprowadzić do ponownego wzrostu cen. Z uwagą za to przyglądamy się spadkowi kosztu wykonawstwa 1 PUM powierzchni mieszkaniowej. Ponieważ Polnord posiada bardzo duży bank ziemi, spadek kosztów wykonawstwa lub/i redukcja prognozy spadku cen mieszkań, mogłaby pozwolić na istotny wzrost wyceny spółki (rewizja wyceny gruntów) i w efekcie podniesienie rekomendacji. Przypominamy, że transakcja sprzedaży gruntów pod drogi mogłaby poprawić sytuację bilansową Polnordu nawet o 200 mln PLN (zakładając, że całość gruntów pod drogi zostałyby sprzedane). Uzyskane w ten sposób środki mogłyby pozwolić na zakup gruntów po atrakcyjnych cenach (potencjał wzrostu wartości spółki) lub sfinansowanie projektów deweloperskich.

### Sprzedaż działki pod szkołę ze stratą księgową

Polnord zawarł z Miastem Stołecznym Warszawa umowę sprzedaży działki w Wilanowie o powierzchni 45 700 m<sup>2</sup>. Władze miasta na działce mają wybudować m.in. szkołę podstawową, budynek gimnazjum, kompleks sportowo-rekreacyjny z halą sportową. Cena sprzedaży działki wynosi 33,8 mln PLN netto (740 PLN/m<sup>2</sup>). Działka uwzględniona była w księgach Polnordu po cenie 1100 PLN/m<sup>2</sup>, w efekcie sprzedaż po niższej cenie implikuje konieczność zaksięgowania straty na transakcji w wysokości 16,5 mln PLN (13,3 mln PLN po uwzględnieniu efektu podatkowego). Sprzedaż działki została uwzględniona w wynikach 2008 roku w sprawozdaniu skonsolidowanym za rok 2008 (przeszacowanie wartości).

### Polnord rozpocznie nowe inwestycje

Polnord sprzedał w Q1 2009 100 mieszkań (Q4 2008: 120). Spółka podjęła decyzję o uruchamianiu kolejnych etapów inwestycji, na rynkach, gdzie przedsprzedaż projektów spółki przekracza 70% (Olsztyn, Gdańsk, Gdynia, Łódź). Na warszawskim Wilanowie odsetek przedsprzedaży wynosi około 50%. Prezes odmówił komentarza na temat dokapitalizowania Polnordu przez Prokom Investments, ograniczył się jedynie do stwierdzenia, że transakcja jest bardzo bliska. Pozyskane środki mają pozwolić spółce na zakup gruntów, m.in. na Wilanowie. Prezes przyznał także, że obecna wycena gruntów jest wysoka, spółka zamierza zaś kupować tanio (oczekuje spadków cen gruntów o 50%).

### Perspektywy rynku i Polnordu

Prezes Ciurzyński w wywiadzie przyznał, że obecnie da się budować znacznie taniej mieszkania w podwyższonym standardzie. Kiedyś koszt budowy 1 m<sup>2</sup> dochodził do 5 tys. PLN/m<sup>2</sup>, obecnie zaś spadł do 3,7 tys. PLN/m<sup>2</sup>. Firma renegotjowała już wiele umów w budowanych obiektach. Średnio udaje się zredukować koszty o około 20%. Firmy budowlane zaczynają mocno konkurować cenowo. Zdaniem prezesa, koszt budowy 1 m<sup>2</sup> na Wilanowie może spaść pod koniec roku do 3,5 tys. PLN, wtedy ceny na nowych inwestycjach mogą wynosić nawet 6- 6,5 tys. PLN / m<sup>2</sup>. Polnord obniżył już ceny na Wilanowie o około 2 tys. PLN / m<sup>2</sup>, mieszkania obecnie są sprzedawane po 7 – 8 tys. PLN / m<sup>2</sup>. Zdaniem prezesa, ceny mieszkań spadną jeszcze o 10% w tym roku i będzie to widać najwcześniej w cennikach nowych inwestycji (niższy koszt budowy). Ceny atrakcyjnych działek już spadły o 30-50% od szczytu hossy na rynku. Spółka musi zejść z marży, sprzedając z niewielkim zyskiem, wycofując pieniądze i rozpoczynając kolejne inwestycje. Najwcześniej w II połowie 2010 roku działalność w segmencie mieszkaniowym ma przynosić większe zyski. Na niektórych inwestycjach spółka obniżyła marże do 4-5% netto. W odpowiedzi na pytania dotyczące stwierdzenia, że dno rynku jest już za nami, prezes Ciurzyński zdradził, że w styczniu spółka sprzedała 4 mieszkania, w

lutym 30, w marcu zaś prawie 50. Sprzedaż jest już wystarczająca do uruchamiania kolejnych transz kredytów. Polnord, aby zacząć nowe projekty w tym roku, musi mieć 50 mln PLN własnych środków. Niedługo powinna zostać sfinalizowana transakcja sprzedaży gruntu, która przyniesie ma 40 mln PLN. Spółka ma też inne pomysły sprzedażowe, ale na razie nie chce ich zdradzać. Na razie nie wiadomo jeszcze, jak działa wspólna oferta preferencyjnego kredytu, przygotowana razem z bankami (oferta ruszy od maja). Ma być ona na tyle korzystna, że będzie przypominała kredyt hipoteczny zaciągany w hossie (niska marża, często brak konieczności zabezpieczenia wkładu własnego).

### **Polnord poluje na grunty**

Aby zdobyć środki na zakup działek, Polnord prowadzi rozmowy z inwestorami strategicznymi. Grupa inwestorów z Londynu jest w trakcie analizowania spółki. Prezes Ciurzyński nie chce zdradzić szczegółów, choć przyznaje, że chodzi przynajmniej o 100 mln EUR. Jeśli zgodę wyrazi zgromadzenie wspólników, podwyższony zostałby kapitał spółki i nowi inwestorzy zostaliby akcjonariuszami firmy. Poza tym Prokom Investment, główny udziałowiec spółki, szuka chętnego na pakiet akcji dewelopera. Spółka ma 4 mln własnych akcji, które może wprowadzić na rynek, Prokom intensywnie działa, aby sprzedać przynajmniej 2 mln akcji. Z transakcji Polnord powinien otrzymać ok. 100 mln PLN. Spółka chce za zdobyte pieniądze kupować działki. Do końca roku pragnie wydać 50 mln PLN. Zdaniem dyrektora zarządzającego CEE Property Group, moment na zakup jest bardzo dobry, gdyż transakcyjność zamarła, a wielu sprzedających jest zdeterminowana, ze względu na konieczność spłaty zadłużenia (możliwość utrzymania rabatów nawet w wysokości 40-50%). Również GTC i Gant pragną kupować działki.

### **Symulacja wyniku za rok 2008 wg. MSR 18**

Polnord przygotował obliczenia wyniku finansowego za rok 2008 wg. MSR 18. W 2008 roku Polnord zaksięgował 391 mln PLN przychodów, z tego 278 mln PLN pochodzi ze sprzedaży mieszkań. Zastosowanie MSR 18 zmniejszyłoby przychody do 129,6 mln PLN, wynik brutto zaś do 33 mln PLN (z 86 mln PLN). W ubiegłym roku Grupa Polnord przekazała 670 mieszkań, z tego około 330 wybudowały spółki, w których Polnord ma mniej niż 50% udziałów (m.in. Fadesa Polnord: 49% udziałów). W tym roku Spółka pragnie zakończyć budowę 1090 lokali, z tego 660 to lokale budowane wraz z partnerem. Dotychczas sprzedano odpowiednio 730 i 550 z nich. To zaś pozwala wnioskować, że przychody i zyski z inwestycji w tym roku będą wg. MSR 18 wyższe niż w roku ubiegłym.



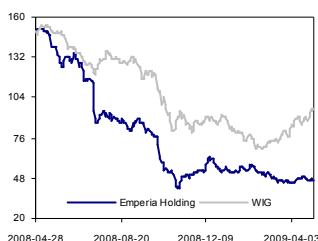
## Handel



### Emperia Holding (Kupuj)

**Cena bieżąca: 46,7 PLN    Cena docelowa: 70,3 PLN**
**Analityk: Kamil Kliszcz**
**Data ostatniej aktualizacji: 2008-11-28**
**Podstawowe dane (mIn PLN)**

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana		
Przychody	4 479,6	5 263,1	17,5%	5 668,9	7,7%	6 046,3	6,7%	Liczba akcji (mIn)	15,1
EBITDA	176,2	152,3	-13,5%	194,2	27,5%	220,5	13,6%	MC (cena bieżąca)	705,1
marża EBITDA	3,9%	2,9%		3,4%		3,6%		EV (cena bieżąca)	981,2
EBIT	136,2	94,9	-30,3%	128,8	35,7%	142,2	10,4%	Free float	71,0%
Zysk netto	88,4	60,1	-32,0%	92,0	53,1%	102,4	11,2%		
P/E	8,0	11,7		7,7		6,9		Zmiana ceny: 1m	2,5%
P/CE	5,5	6,0		4,5		3,9		Zmiana ceny: 6m	15,2%
P/BV	1,0	0,9		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	-69,3%
EV/EBITDA	4,7	6,5		5,1		4,4		Max (52 tyg.)	152,0
Dywid (%)	3,7	1,9		3,6		5,2		Min (52 tyg.)	40,5



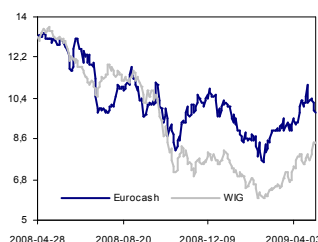
Obawy o słabsze wyniki kwartalne były naszym zdaniem powodem tego, że akcje Emperii znacząco odstawały od szerokiego rynku w kwietniu (tylko +2,6% vs. +20% indeksu WIG). Spółka zachowywała się istotnie gorzej także od Bomi (+34%) i Almy (+20%), a więc konkurentów branżowych, którzy również w naszej opinii nie zachwycały wynikiem za 1Q'09. Dodatkowo Emperia w porównaniu z nimi jest w znacznie mniejszym stopniu zadłużona i powoli kończy proces integracji aktywów oraz kosztowny program inwestycyjny. W tym kontekście spodziewamy się, że po wynikach kwartalnych sentyment na akcjach Spółki się poprawi. Dodatkowo do podtrzymania rekomendacji kupuj skłania nas perspektywa lepszych wyników w dalszej części roku.



### Eurocash (Trzymaj)

**Cena bieżąca: 9,81 PLN    Cena docelowa: 9,9 PLN**
**Analityk: Kamil Kliszcz**
**Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-06**

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana		
Przychody	4 729,4	6 121,7	29,4%	7 399,4	20,9%	7 877,6	6,5%	Liczba akcji (mIn)	130,4
EBITDA	121,9	158,4	30,0%	186,2	17,5%	205,5	10,4%	MC (cena bieżąca)	1 279,7
marża EBITDA	2,6%	2,6%		2,5%		2,6%		EV (cena bieżąca)	1 136,5
EBIT	85,8	115,5	34,7%	127,3	10,2%	142,1	11,6%	Free float	30,0%
Zysk netto	58,9	78,3	33,0%	105,1	34,3%	117,2	11,5%		
P/E	21,3	16,3		12,2		10,9		Zmiana ceny: 1m	6,4%
P/CE	13,2	10,6		7,8		7,1		Zmiana ceny: 6m	6,4%
P/BV	5,4	4,5		3,4		2,9		Zmiana ceny: 12m	-25,6%
EV/EBITDA	9,8	7,6		6,1		5,1		Max (52 tyg.)	13,3
Dywid (%)	2,3	0,9		3,1		4,1		Min (52 tyg.)	7,6



W kwietniu akcje Eurocash zyskały prawie 12% i obecnie kurs przekracza już naszą cenę docelową, dlatego też obniżamy naszą rekomendację z akumuluj do trzymaj. Wyniki za 1Q na tle branży powinny jednak wypaść bardzo dobrze, co wraz z proponowaną dywidendą (yield 3%) może stanowić wsparcie dla kursu w krótkim terminie. Ewentualne spadki można naszym zdaniem wykorzystywać do zwiększania pozycji.

## Inne



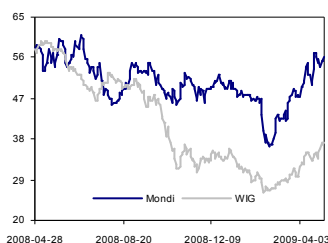
### Mondi (Trzymaj)

Cena bieżąca: 52,8 PLN    Cena docelowa: 54,2 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-04-02

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 610,4	1 406,3	-12,7%	1 594,6	13,4%	2 137,5	34,0%	Liczba akcji (mln)	50,0
EBITDA	400,0	305,5	-23,6%	320,7	5,0%	505,9	57,7%	MC (cena bieżąca)	2 640,0
marża EBITDA	24,8%	21,7%		20,1%		23,7%		EV (cena bieżąca)	3 299,3
EBIT	295,7	194,7	-34,1%	182,8	-6,1%	331,9	81,6%	Free float	19,0%
Zysk netto	246,2	141,2	-42,6%	130,7	-7,4%	254,6	94,7%		
P/E	10,7	18,7		20,2		10,4		Zmiana ceny: 1m	18,8%
P/CE	7,5	10,5		9,8		6,2		Zmiana ceny: 6m	12,4%
P/BV	2,7	2,5		2,1		1,8		Zmiana ceny: 12m	-3,9%
EV/EBITDA	6,6	9,6		10,3		6,1		Max (52 tyg.)	61,0
Dywidenda (%)	10,2	0,0		0,0		2,5		Min (52 tyg.)	36,3



Obserwowany spadek cen papieru do produkcji tektury falistej i coraz większe prawdopodobieństwo umocnienia złotego, na chwilę obecną skłaniają nas do utrzymania dotychczasowych prognoz wyników finansowych. Podtrzymujemy neutralną rekomendację dla akcji spółki. Wycena opiera się na długoterminowych założeniach, w krótkim możliwe negatywne zaskoczenia i słabe zachowanie się cen akcji.

#### Dalszy spadek cen CCM

W kwietniu ceny papieru do produkcji tektury falistej nadal spadały. Cena kraftlinera w Europie obniżyła się w ciągu miesiąca o 4,1%, testlinera o 6,7% a flutingu o 4,2%. Jednocześnie PLN umocnił się w stosunku do Euro o 4,4%. W kolejnych miesiącach zadłużenie spółki z tytułu realizacji inwestycji w nową maszynę do produkcji papieru będą zwiększały koszty finansowe. Momentum dla spółki jest nadal negatywne.

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

#### Departament Analiz:

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

#### Analitycy:

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

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

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

#### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

#### Maklerzy:

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

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

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

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

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

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

#### „Prywatny Makler”

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

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

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

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

<b>rekomendacja</b>	Akumuluj	Akumuluj	Akumuluj	Zawieszona	Kupuj	Kupuj	Kupuj
<b>data wydania</b>	2008-09-04	2008-10-07	2008-11-07	2009-01-06	2009-01-12	2009-01-23	2009-03-05
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	179,00	144,80	116,00	116,40	111,80	86,00	70,00
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	41152,32	34832,29	27976,81	28331,88	27680,04	24932,01	22719,61

**c. d. BZ WBK**

<b>rekomendacja</b>	Kupuj
<b>data wydania</b>	2009-04-07
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	80,50
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	26410,72

**Ciech**

<b>rekomendacja</b>	Kupuj	Trzymaj	Kupuj
<b>data wydania</b>	2008-08-13	2008-11-26	2009-04-16
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	60,00	28,50	23,55
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	41457,96	27232,25	28274,98

**Dom Development**

<b>rekomendacja</b>	Trzymaj
<b>data wydania</b>	2009-03-25
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	23,00
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	24443,51

**Elektrobudowa**

<b>rekomendacja</b>	Kupuj	Kupuj	Kupuj	Kupuj
<b>data wydania</b>	2008-08-14	2008-09-05	2008-11-25	2009-03-09
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	175,00	194,00	160,00	131,00
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	41049,76	41263,03	26964,31	22948,51

**Erbud**

<b>rekomendacja</b>	Kupuj	Kupuj	Kupuj
<b>data wydania</b>	2008-08-18	2008-11-25	2009-03-25
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	66,50	21,60	22,40
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	40903,46	26964,31	24443,51

**Eurocash**

<b>rekomendacja</b>	Trzymaj	Akumuluj
<b>data wydania</b>	2008-11-28	2009-02-03
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	10,40	8,85
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	27543,48	23908,36

**Handlowy**

<b>rekomendacja</b>	Akumuluj	Kupuj	Kupuj	Kupuj	Zawieszona	Akumuluj	Kupuj
<b>data wydania</b>	2008-08-18	2008-09-04	2008-10-07	2008-11-07	2009-01-06	2009-01-12	2009-02-03
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	73,00	65,70	60,00	43,90	50,00	50,50	34,00
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	40903,46	41152,32	34832,29	27976,81	28331,88	27680,04	23908,36

**Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Spółek, dla których dokonano zmiany zaleceń inwestycyjnych w Przeglądzie Miesięcznym:**
**c. d. Handlowy**

<b>rekomendacja</b>	Akumuluj	Trzymaj
<b>data wydania</b>	2009-03-05	2009-04-02
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	34,50	35,99
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	22719,61	24145,69

**ING BSK**

<b>rekomendacja</b>	Kupuj	Kupuj	Kupuj	Zawieszona	Trzymaj	Kupuj	Kupuj
<b>data wydania</b>	2008-08-19	2008-10-07	2008-11-13	2009-01-06	2009-01-12	2009-01-23	2009-03-05
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	490,00	451,00	389,50	442,10	424,90	329,80	189,10
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	40736,81	34832,29	27590,59	28331,88	27680,04	24932,01	22719,61

**J. W. Construction**

<b>rekomendacja</b>	Kupuj
<b>data wydania</b>	2009-03-25
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	5,95
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	24443,51

**Millennium**

<b>rekomendacja</b>	Kupuj	Trzymaj	Zawieszona	Trzymaj	Kupuj	Kupuj	Trzymaj
<b>data wydania</b>	2008-09-30	2008-10-07	2009-01-06	2009-01-12	2009-02-03	2009-03-05	2009-04-02
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	6,21	5,30	2,85	2,68	2,02	1,43	1,84
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	36854,78	34832,29	28331,88	27680,04	23908,36	22719,61	24145,69

**Pekao**

<b>rekomendacja</b>	Trzymaj	Trzymaj	Trzymaj	Zawieszona	Akumuluj	Kupuj	Kupuj
<b>data wydania</b>	2008-09-30	2008-10-07	2008-11-13	2009-01-06	2009-01-12	2009-02-03	2009-03-05
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	167,00	160,00	115,00	134,90	123,00	104,10	81,70
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	36854,78	34832,29	27590,59	28331,88	27680,04	23908,36	22719,61

**PGNiG**

<b>rekomendacja</b>	Akumuluj	Akumuluj	Trzymaj	Trzymaj
<b>data wydania</b>	2008-08-14	2008-11-18	2009-02-03	2009-03-05
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	3,48	3,35	3,78	3,49
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	41049,76	26583,32	23908,36	22719,61

**PKO BP**

<b>rekomendacja</b>	Trzymaj	Kupuj	Trzymaj	Trzymaj	Zawieszona	Kupuj	Kupuj
<b>data wydania</b>	2008-08-12	2008-09-30	2008-10-07	2008-11-13	2009-01-06	2009-01-12	2009-03-05
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	49,45	41,50	41,02	30,00	36,55	34,33	20,65
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	40949,96	36854,78	34832,29	27590,59	28331,88	27680,04	22719,61

**Polimex Mostostal**

<b>rekomendacja</b>	Kupuj	Kupuj	Kupuj	Kupuj
<b>data wydania</b>	2008-10-24	2008-11-07	2008-11-25	2009-03-05
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	2,62	3,32	3,40	2,93
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	26273,30	27976,81	26964,31	22719,61



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

<b>rekomendacja</b>	Kupuj
<b>data wydania</b>	2009-03-25
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	25,40
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	24443,51

**Unibep**

<b>rekomendacja</b>	Akumuluj	Kupuj	Kupuj
<b>data wydania</b>	2009-01-09	2009-02-03	2009-03-19
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	4,69	4,12	3,59
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	28200,15	23908,36	22892,30



**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

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

**EBIT** - Zysk operacyjny

**EBITDA** - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

**BOOK VALUE** - wartość księgową

**WNDB** - wynik na działalności bankowej

**P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją

**MC/S** - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

**EBIT/EV** - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

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

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

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

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

**Marża EBITDA** - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

**Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.**

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

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

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

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

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

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondri, Monnari Trade, Nepentes, Optopol, Pemug, Polimex-Mostostal, Torfarm.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: 05 NFI, Agora, Arkus, Bakalland, BRE Bank, Elektrobudowa, Erbud, Es-System, Farmacol, Fortis Bank, GTC, Komputronik, Macrologic, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Seco Warwick, Sygnity, Torfarm, Unibep.

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 niezmiennione udostępnienie. Informacje, w tym rekomendacje, o których mowa w Przeglądzie Miesięcznym zostały zamieszczone w oddzielnych raportach, których daty wydania znajdują się na stronie 7 Przeglądu Miesięcznego. Zestawienie zmian rekomendacji, dokonanych w Przeglądzie Miesięcznym, znajduje się na stronie 8 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.