

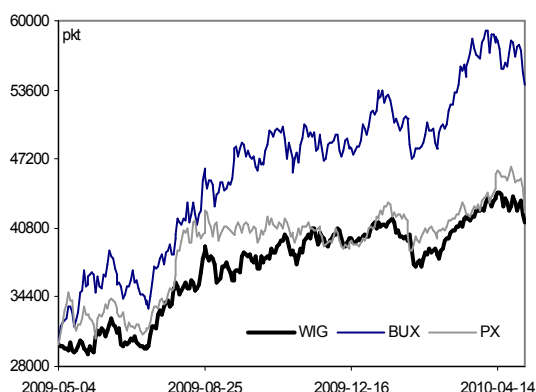
6 maja 2010

Opracowanie cykliczne


Rynek akcji
Makroekonomia

WIG	41 288
Średnie P/E 2010	14,1
Średnie P/E 2011	12,0
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	1 444 mln PLN

WIG na tle indeksów w regionie



Zespół Analiz:

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

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

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

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

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

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

Komentarz makroekonomiczny Makroekonomiści BRE Banku

Przegląd miesięczny

Maj 2010

Rynek akcji. Informacje o kryzysie fiskalnym będą narastać w kolejnych miesiącach i negatywnie wpływać na sentyment inwestorów, ale również w coraz większym stopniu konsumentów. Jaki scenariusz dyskontuje giełda w Szanghaju (-16,4% od początku roku)? Podtrzymujemy tezę z poprzedniego raportu, żeby każde umocnienie rynku wykorzystywać do zmniejszenia pozycji na rynku akcji. W najbliższych tygodniach czeka nas test poziomu 2100 na WIG20.

Ze spółek

Banki. BZ WBK, Handlowy i Millennium podały dobre wyniki po 1Q10. Uważamy, że pozostałe banki, które opublikują wyniki w najbliższych dniach również nie zawiodą, choć lepszych wyników oczekujemy ze strony mniejszych podmiotów. Pozytywnie postrzegamy Handlowy (wysoka dywidenda) oraz Millennium (atrakcyjna wycena). Debiut PZU doprowadzi do spadku udziałów PKO BP i Pekao w indeksie WIG 20.

Paliwa. Podtrzymujemy naszą pozytywną rekomendację dla PGNiG. Zwracamy uwagę na rosnące ryzyko korekty marż rafinerijnych i niekorzystnego przeszacowania długu walutowego w Orlenie i Lotosie.

Energetyka. Rosnące ceny energii na giełdzie EEX mogą systematycznie poprawiać sentyment w sektorze energetycznym. W Polsce nadal istotnym czynnikiem będzie oczekiwana podaż akcji.

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

Media. Spółki mediowe widzimy pozytywnie na tle rynku, choć wydaje nam się, że obecne poziomy cenowe nie dają w krótkim terminie potencjału do zarobku w bezwzględny ujęciu.

Informatyczne. Podtrzymujemy pozytywne rekomendacje dla Asseco Poland i Sygnity zalecając jednocześnie redukcję Comarchu. Wśród dystrybutorów IT najatrakcyjniej według nas wygląda Ab, którego rekomendację podnosimy do akumuluj.

Górnictwo i metale. Przejęcie złoża w Kanadzie przez KGHM może mieć pozytywny wpływ na wycenę spółki, w średnim okresie zwiększa jednak ryzyko operacyjne. Podtrzymujemy negatywne nastawienie do rynku surowców i akcji spółki.

Budownictwo. Przy obecnych poziomach cenowych najbardziej atrakcyjnymi spółkami z branży są Polimex Mostostal i Mostostal Warszawa (podniesienie rekomendacji). Najmniej atrakcyjne są naszym zdaniem walory Budimexu i PBG.

Deweloperzy. Pozytywnie oceniamy segment deweloperów mieszkaniowych, mimo to, wybrane spółki przez nas analizowane są zbyt drogie (Dom Development - redukcja, J.W. Construction - trzymaj). Nadal duży potencjał widzimy w Polnordzie. Neutralnie oceniamy walory GTC.

Rekomendacje. W raporcie miesięcznym podwyższamy rekomendację dla spółek: AB (Akumuluj), Centrum Klima (Kupuj), Getin (Trzymaj), GTC (Trzymaj), LW Bogdanka (Kupuj), Mostostal Warszawa (Akumuluj), Polimex Mostostal (Akumuluj), Trakcja Polska (Trzymaj), Unibep (Trzymaj), obniżamy zalecenie inwestycyjne dla spółek: Dom Development (Redukuj), Eurocash (Redukuj) oraz zawieszamy rekomendację dla WSiP.

Spis treści

1. Rynek akcji	3
2. Makroekonomia	6
3. Aktualne rekomendacje DI BRE	9
4. Statystyki rekomendacji	10
5. Banki.....	11
5.1. BZ WBK	15
5.2. Getin	17
5.3. Handlowy	18
5.4. ING BSK	19
5.5. Kredyt Bank	20
5.6. Millennium	21
5.7. Pekao	23
5.8. PKO BP	24
6. Paliwa, chemia.....	25
6.1. Ciech	26
6.2. Lotos	27
6.3. PGNiG	28
6.4. PKN Orlen	30
6.5. Police	31
6.6. ZA Puławy	32
7. Energetyka.....	33
7.1. CEZ.....	33
7.2. Enea.....	34
7.3. PGE.....	35
8. Telekomunikacja	36
8.1. Netia	36
8.2. TP SA	37
9. Media	38
9.1. Agora	39
9.2. Cyfrowy Polsat.....	40
9.3. TVN	41
9.4. WSiP	43
10. IT	44
10.1. AB.....	45
10.2. Action.....	46
10.3. Asbis	47
10.4. Asseco Poland	48
10.5. Comarch	50
10.6. Komputronik.....	51
10.7. Sygnity.....	52
11. Górnictwo i metale	54
11.1. KGHM	54
11.2. LW Bogdanka	56
12. Przemysł.....	57
12.1. Astarta	57
12.2. Cersanit	59
12.3. Famur	60
12.4. Kęty	62
12.5. Kopex	63
12.6. Mondi	65
13. Budownictwo	66
13.1. Budimex	68
13.2. Centrum Klima	70
13.3. Elektrobudowa	71
13.4. Erbud	72
13.5. Mostostal Warszawa	73
13.6. PBG	74
13.7. Polimex Mostostal	75
13.8. Rafako	76
13.9. Trakcja Polska	77
13.10. Ulma Construcccion Polska	78
13.11. Unibep	79
14. Deweloperzy	80
14.1. Dom Development	81
14.2. GTC.....	82
14.3. J.W. Construction.....	83
14.4. Polnord	84
15. Handel	85
15.1. Emperia Holding	85
15.2. Eurocash	86

Rynek akcji

Krótkoterminowe momentum w gospodarce nadal pozostaje pozytywne, szczególnie dzięki sytuacji w USA (i wybranych rynkach wschodzących takich jak: Brazylia) – które jednocześnie kreowały sentyment do rynku akcji globalnie, dotychczas skutecznie odciągając uwagę m.in. od problemów fiskalnych krajów europejskich. Nadal wysoka aktywność gospodarcza opisana PMI/ISM jest kontynuowana a w USA rośnie konsumpcja. Nadal uważamy jednak (teza strategii dla rynku akcji na 2010 rok), że niepewność co do trwałości ożywienia gospodarczego w 2H2010 a przede wszystkim 2011 roku jest wysoka. Wzrost zatrudnienia w USA (pomijając efekt zatrudnienia w wynikającego z prowadzonego spisu ludności) jest słaby, podobnie jak wzrost dochodów. Wzrost konsumpcji finansowany jest przez spadającą stopę oszczędności. W Europie, pomimo ożywienia w przemyśle, dynamika sprzedaży detalicznej z miesiąca na miesiąc jest niższa niż oczekiwania (nie rośnie) a w związku z narastającym kryzysem fiskalnym może jeszcze osłabnąć. Dobre wyniki amerykańskich spółek (m.in. efekt agresywnych cięć wydatków) powodują, że przedsiębiorstwa dysponują rekordowym poziomem wolnych środków finansowych, które mogą być użyte do finansowania inwestycji. Wygląda jednak na to, że utrzymująca się wysoka niepewność co do przyszłości ożywienia i nadal niskie wykorzystanie mocy wytwórczych może przesunąć w czasie decyzje o rozpoczęciu procesów inwestycyjnych, które miały stymulować przyszły wzrost gospodarczy.

Głównym czynnikiem ryzyka pozostaje rozszerzenie się kryzysu fiskalnego na inne kraje niż Grecja (Hiszpania, Portugalia), co spowoduje serię obniżek prognoz przyszłorocznego wzrostu gospodarczego w krajach UE. Prawdopodobieństwo takiego scenariusza rośnie, co najlepiej obrazuje poziom CDS i zachowanie się rynku walutowego. Obecne prognozy makro nie zakładają takiego scenariusza. Coraz więcej obserwatorów rynku zwraca jednak uwagę na nieuniknioną konieczność restrukturyzacji greckiego zadłużenia (odpisy w bankach – szczególnie francuskich i niemieckich uderzające w i tak osłabione bilanse tych instytucji i w konsekwencji mogące dalej ograniczać dostępność kredytu dla gospodarki), co obok nieuniknionych cięć w wydatkach budżetowych przełoży się na realną gospodarkę. Informacje o kryzysie fiskalnym będą towarzyszyć inwestorom w kolejnych miesiącach i negatywnie wpływać na sentyment inwestorów, ale również w coraz większym stopniu konsumentów. Jaki scenariusz dyskontuje giełda w Szanghaju (-16,4% od początku roku)? Podtrzymujemy tezę z poprzedniego raportu miesięcznego, żeby każde umocnienie rynku wykorzystywać do zmniejszenia pozycji na rynku akcji. Podtrzymujemy również opinię, że w najbliższych tygodniach czeka nas test poziomu 2100 na WIG20.

Pod koniec maja, w trybie nadzwyczajnym do WIG20 najprawdopodobniej wejdą akcje PZU (ok. 7% udział), które zmniejszą udział pozostałych *blue chips* (z indeksu wypadnie Cersanit). Najwięcej (po ok. 1,0%) stracą PKO, Pekao, KGHM a także PKN i TPSA (po 0,6-0,7%). Fundusze dla których benchmarkiem jest WIG20 (szczególnie portfele ETF) będą dopasowywały skład swoich portfeli do nowego składu indeksu, co powinno oznaczać dodatkową podaż akcji szczególnie na wymienionych spółkach.

Kryzys fiskalny, co dalej?

W ostatnich tygodniach tematem przewodnim pozostaje narastający kryzys fiskalny w Europie, który dla inwestorów przysłonił nawet lepsze od oczekiwań wyniki spółek amerykańskich czy bieżące dane makro (o poziomie zadłużenia poszczególnych państw i jego konsekwencjach pisaliśmy w poprzednim raporcie miesięcznym). Bezpośrednim powodem prawdziwej paniki na rynkach finansowych było obniżenie ratingów dla Grecji, ale przede wszystkim Hiszpanii i Portugalii, sugerujące, że kryzys rozlewa się na kolejne kraje. Wyasygnowanie 120 mld EUR pomocy dla Grecji ze strony UE i MFW nie rozwiązuje problemu strukturalnej nierównowagi (ponad 13% deficyt budżetowy do PKB w 2009), ale daje przynajmniej tymczasowe odroczenie wyroku, jakim jest restrukturyzacja zadłużenia. Obecnie rządy krajów europejskich – przede wszystkim Niemiec – robią wszystko, żeby nie dopuścić do restrukturyzacji długu. Szacuje się, że przy 50% pokryciu długów przez rząd grecki szacowane straty inwestorów niemieckich to ok. 40 mld EUR. Wysokie zaangażowanie w grecki dług mają również Francuzi i Włosi. W efekcie konieczność odpisów uderzyłaby w bilanse takich banków jak m.in. DB, SG, Fortis, Barclays, Delia, UniCredit ograniczając ich i tak nadszarpnięte zdolności finansowania gospodarki. Jeżeli Grecja jest jedynym przypadkiem, który wymaga pomocy szanse na znalezienie środków pomocowych są duże, co przynajmniej na razie pozwala również na ucieczkę od restrukturyzacji długu. Rozszerzenie grupy krajów wymagających „reanimacji” na Hiszpanię i Portugalię zasadniczo zmienia sytuację i uruchamia lawinę, której konsekwencje zapewne są dużo poważniejsze niż bankructwo Lehman Brothers. Na dziś, takiego scenariusza (jego konsekwencją byłaby fala obniżek prognoz PKB na 2011) nikt nie

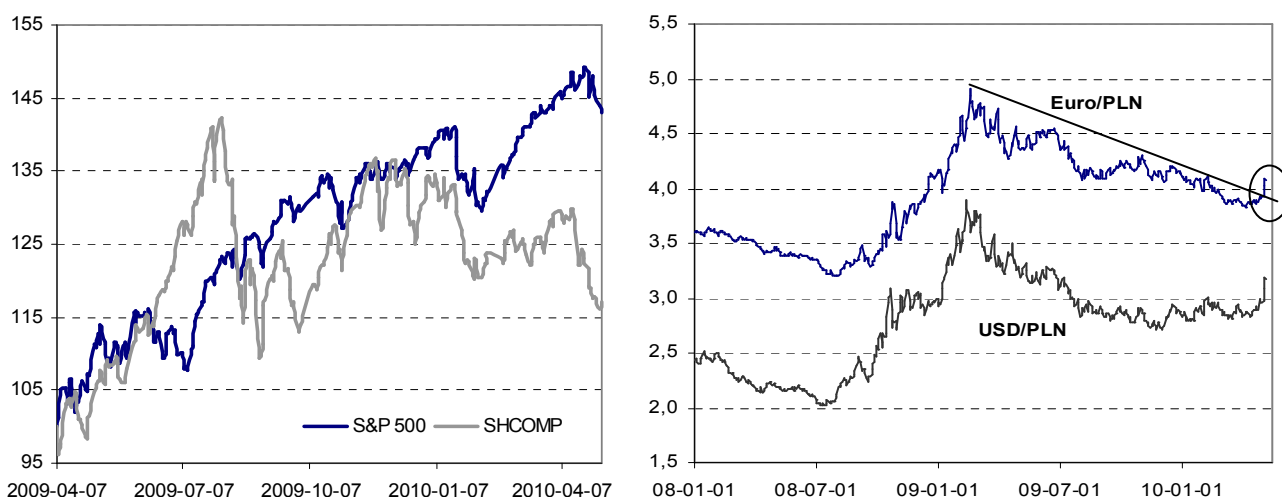
zakłada i należy traktować go jako *worst case scenario*. Nie zmienia to faktu, że w br. można spodziewać się dalszej eskalacji napięcia, chociaż politycy i finansiści będą dążyć za wszelką cenę do ustabilizowania sytuacji. Pierwszym testem będzie okres do 16 maja, kiedy Grecja musi zebrać środki na wykup swoich papierów dłużnych.

Inwestorzy będą również zwracali większą niż dotychczas uwagę na dane makro z krajów europejskich, m.in. opisujące sentyment konsumentów i wpływ na ich zachowanie ze strony kryzysu w Grecji. Dotychczas słabe ożywienie w gospodarce europejskiej stymulowane było przede wszystkim wydatkami publicznymi oraz eksportem (co stymuluje produkcję przemysłową), przy słabej konsumpcji prywatnej. To efekt m.in. nadal delewarowania bilansów przez banki i słabej akcji kredytowej.

Szanghaj i rynek walutowy

Po raz kolejny zwracamy uwagę na zachowanie się indeksu giełdy w Szanghaju (-17% od początku roku), który z półrocznym wyprzedzeniem wskazał dno ostatniej bessy. Pomimo coraz to nowych symptomów spowolnienia wzrostu gospodarczego gospodarka chińska powinna w br. wzrosnąć o co najmniej 8% i pozostać liderem czy też głównym motorem światowego wzrostu PKB. Mimo tego oraz faktu rekordowych napływów środków do funduszy na rynki wschodzące ceny chińskich akcji spadają.

Shanghai Comp. na tle S&P500 (lewy) oraz rynek walutowy PLN/USD i PLN/EUR



Źródło: Bloomberg, NBP

Również zastanawiająca jest dynamika osłabienia PLN w stosunku do USD, ale również EUR. Jedną z przyczyn zamykania pozycji na PLN, który w ostatnich miesiącach był jedną z najsłabszych walut na świecie może być alternatywa dla *carry trade* (arbitraż na stopach procentowych). Dotychczas PLN był jedną z niewielu walut, na której inwestorzy dyskutowali podwyżki stóp procentowych, obecnie takie działania dotyczą już także Brazylii, Indii czy Malezji.

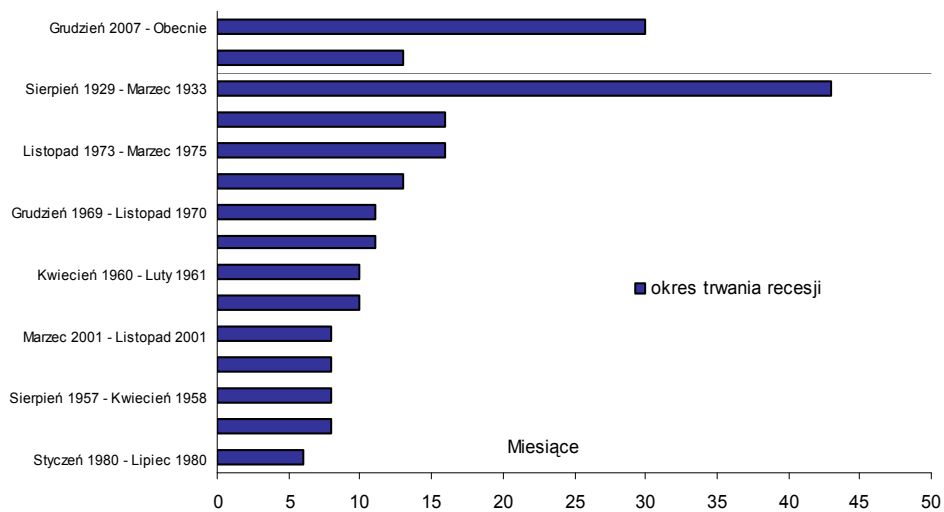
Oslabienie PLN będzie miało wpływ na wyniki spółek za 2Q. Wśród beneficjentów są przede wszystkim eksporterzy (Mondi, ZA Puławy, Ciech, KGHM), developerzy komercyjni (GTC, Echo, wynajem powierzchni przede wszystkim w EUR), ale również takie firmy jak LW Bogdanka dla której słaby PLN oznacza mniejsze ryzyko importu węgla z Rosji czy ARA. Stracą firmy importujące m.in. odzież (LPP, NG2) czy sprzęt elektroniczny (Asbis, Action), ale również spółki posiadające w swoich bilansach niezabezpieczony dług walutowy, m.in. firmy paliwowe (Lotos, PKN).

Statystyczna recesja trwa ...

Pomimo, że amerykańskie PKB notuje już przyzwoity wzrost to NBER (National Bureau of Economic Research), na podstawie badań aktywności gospodarczej nadal formalnie nie odwołało recesji w USA. To jedynie statystyka lub bardziej ciekawostka, ale rozpoczęta w grudniu 2007 recesja - zgodnie z metodologią NBER trwa już 30 miesięcy i ustępuje jedynie Wielkiemu Kryzysowi (43 miesiące). Poprzedni dwie kolejne najdłuższe recesje '73-75 i '81-82 trwały po 16 miesięcy każda. Słaba aktywność gospodarcza w USA jest widoczna na poziomie małych i średnich firm, które nadal borykają się z trudno dostępnym finansowaniem bankowym. Dodatkowo obecne umocnienie USD w stosunku do innych walut może utrudniać odbudowę gospodarki.



Czas trwania recesji w USA wg. NERB



Źródło: NERB

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

Makroekonomia

Produkcja przemysłowa

W marcu roczna dynamika produkcji przemysłowej wzrosła do 12,3% z 9,2% zanotowanych w lutym, co jest wynikiem lepszym od prognoz analityków. Wzrost dynamiki rocznej produkcji w marcu to przede wszystkim efekt różnicy w liczbie dni roboczych (+1). W ujęciu odsezonowanym dynamika roczna była zbliżona do tej z lutego i wyniosła 9,6%. Odsezonowana dynamika miesięczna wyniosła 2,3% (2,5% w lutym), co również jest bardzo dobrym wynikiem. Wzrosty produkcji zanotowano w 29 z 34 sekcji przemysłu. Struktura wzrostu produkcji (elektronika, komputery, samochody) wskazuje, że polski przemysł podlega coraz większemu wpływowi ożywienia w gospodarce strefy euro, w tym gospodarce niemieckiej. Podtrzymujemy naszą wcześniejszą ocenę, że tendencja ta ma szansę utrzymać się w kolejnych miesiącach. Produkcja budowlano-montażowa spadła w marcu w ujęciu rocznym o 10,8%, po spadku w lutym o 24,7% r/r. Na załączonym wykresie widać wyraźnie, że mamy do czynienia z normalizacją produkcji budowlano-montażowej po styczniu i lutym, kiedy aktywność tej sekcji została ograniczona przez warunki atmosferyczne. Można się spodziewać, że podobnie wysoka relacja (pomiędzy bieżącą produkcją budowlaną a wartościami średnimi) zostanie zachowana jeszcze przez 1-2 miesiące, jako że firmy oczekują nadrobienia zaległości produkcyjnych właśnie w takim czasie.

Ceny producentów

Ceny produkcji sprzedanej przemysłu w marcu pozostały bez zmian w stosunku do lutego; w ujęciu rocznym obniżyły się o 2,4%. Ceny w kluczowym przetwórstwie przemysłowym obniżyły się o 0,1% w ujęciu miesięcznym, znacznie większa obniżka nastąpiła w tej kategorii po wyłączeniu dóbr związanych z energią (-0,4%). Czynnikiem, który zapobiegł spadkowi cen producentów ogółem w stosunku miesięcznym, były wyższe od oczekiwań ceny koksu. To już 5 z rzędu spadek cen producentów w ujęciu miesięcznym; w ujęciu rocznym ceny spadają już o 6% w porównaniu z analogicznym miesiącem roku ubiegłego. Wyhamowanie tempa aprecjacji złotego, a także coraz wyższa aktywność w przemyśle powinny zapobiegać pogłębieniu tej tendencji. Trwałego odwrócenia momentum na cenach producentów spodziewamy się jednak dopiero w przeciągu kilku miesięcy.

Rachunek obrotów bieżących

Saldo na rachunku obrotów bieżących ukształtowało się na dodatnim poziomie 106 mln EUR, bliskim naszym szacunkom. Poprzednie dane dotyczące rachunku obrotów bieżących zostały poddane nieznacznym rewizjom, które na przestrzeni ostatnich 12 miesięcy skumulowały się do -135 mln EUR. Główną rolę w zawężeniu deficytu odegrało saldo transferów bieżących, które z uwagi na wysoki transfer środków UE księgowanych na rachunku bieżącym (około 1,5 mld EUR) powiększyło się do +1138 mln EUR. Ujemne saldo dochodów (-923 mln EUR) należy wiązać przede wszystkim z wysokimi płatnościami od długu SP (szacujemy je nawet na około 300 mln EUR) oraz okresem publikacji raportów rocznych spółek i wypłatą dywidend. Bilans handlowy utrzymał się na poziomie niewielkiego deficytu w wysokości 248 mln EUR. Odnotowano silne przyspieszenie eksportu (do 20,1% r/r) oraz importu (do 22,3% r/r), spójne z ponadprzeciętnie wysoką dynamiką miesięczną przetwórstwa przemysłowego oraz sprzedaży (głównie hurtowej). Z uwagi na bieżącą słabość konsumpcji indywidualnej oczekujemy, że na razie saldo obrotów towarowych powinno powiększać się w umiarkowanym tempie. Druga połowa roku powinna już jednak stanąć pod znakiem wyraźnie rosnącego deficytu handlowego, co jest typowym zjawiskiem w fazie wczesnego ożywienia gospodarczego, zwłaszcza przy znacznej elastyczności importu względem eksportu. Tendencje obserwowane na bilansie handlowym będą główną determinantą zachowania całego rachunku bieżącego. Spodziewamy się, że relacja deficytu na rachunku bieżącym do PKB wyniesie w 2010 roku -2,7%. Zaznaczamy przy tym, że rosnący deficyt nie będzie hamulcem PKB (w sensie statystycznym). Rolę siły napędzającej wzrost przejmą elementy krajowe: w pierwszej kolejności inwestycje (najpierw infrastrukturalne, potem dodatkowo wsparte przez prywatne, w maszyny i urządzenia) a następnie konsumpcja indywidualna. Z uwagi na ożywienie obserwowane po stronie podaży oczekujemy też silnej odbudowy zapasów.

Inflacja

W marcu roczny wskaźnik inflacji spadł do 2,6% z 2,9% r/r zanotowanych w lutym. Na obniżeniu marcowego wskaźnika zaważył przede wszystkim efekt bazowy z 2009 roku, kiedy to doszło do gwałtownego osłabienia złotego oraz rozległych podwyżek cen kontrolowanych. Samo momentum procesów inflacyjnych wydaje się neutralne (0,3% wzrost CPI w ujęciu miesięcznym). Przechodząc do szczegółów, w marcu istotnie wzrosły ceny wyrobów tytoniowych (3,7% m/m), paliw (1,7% m/m) oraz ceny w kategorii restauracje i hotele (0,3% m/m). Umiarkowana dynamika zanotowana została w kategorii użytkowanie mieszkania (0,1% m/m). Spadły ceny łączności i rekreacji. Dynamikę cen w kategoriach bazowych oszacowaliśmy na około 0,2% m/m, co oznacza spadek rocznego wskaźnika inflacji bazowej z

2,2% do 2,0-2,1% w marcu. W kolejnych miesiącach powinniśmy obserwować dalszy spadek rocznych wskaźników inflacji (CPI oraz wskaźniki bazowe), co wynikać będzie przede wszystkim z efektów statystycznych. Inflacja w kwietniu może się ukształtować na poziomie 2,1-2,2% natomiast latem roczny wskaźnik inflacji może obniżyć się do poziomu poniżej 2% r/r. Systematyczne spadki inflacji w połączeniu z polityką kursową NBP (nieregularne interwencje walutowe) mają ciągle potencjał do dalszego wygaszania oczekiwań co do rychłości zacieśnienia monetarnego. Co więcej nie negujemy faktu, że rynek może przejściowo wyceniać powrót do poluzowania monetarnego, co byłoby naturalnym uwiarygodnieniem polityki osłabiania złotego. Oczekiwanie takie mogą jednak zostać negatywnie zweryfikowane im bardziej zbliżać się będziemy do punktu zmiany trendu na rocznym wskaźniku inflacji. Szacujemy, że już jesienią inflacja zacznie ponownie rosnąć, co będzie odzwierciedlać nie tylko wygaśnięcie efektów statystycznych, ale również będzie konsekwencją przechodzenia gospodarki w bardziej dojrzałą fazę ożywienia. Polityka NBP skierowana na osłabienie złotego może tylko ten przyszły wzrost cen stymulować.

Deficyt budżetowy

Deficyt budżetowy po marcu okazał się znacznie wyższy niż w lutym, ale niższy od 25,5 mld PLN zakładanego w harmonogramie MF. Różnica wynika przede wszystkim z lepszego wykonania dochodów (prawie 60 mld PLN wobec planowanych 55,3 mld PLN) oraz nieznacznego ograniczenia wydatków (79,7 mld PLN wobec 80,7 mld PLN). Odnosnie wydatków, rzuca się w oczy przede wszystkim wysokie wykonanie po stronie obsługi zadłużenia zagranicznego (prawie 37,7%). Trudno jednak dopatrywać się na tym polu rozbieżności z harmonogramem, zwłaszcza że wysokie płatności z tytułu obsługi długu były już odzwierciedlone w danych o bilansie płatniczym. Wysokie wykonanie (37,5%) odnotowano także w przypadku FUS, jest to jednak prawdopodobnie wynik płatności dokonanych w pierwszych miesiącach. W przypadku dochodów widać przede wszystkim przyspieszenie podatków pośrednich, w tym VAT, co można wiązać z przyspieszeniem sprzedaży detalicznej i importu. Podatki bezpośrednie znajdują się na razie poniżej poziomów z ubiegłego roku; również w samym marcu okazały się niższe niż w 2009 – trudno znaleźć wytłumaczenie dla takich „anomalii”: wyniki przedsiębiorstw uległy zdecydowanej poprawie, a dynamika płac również powoli rośnie. W kolejnych miesiącach, wraz z dalszym wzrostem aktywności gospodarczej wpływy podatkowe powinny się poprawiać, co powinno gwarantować wykonanie deficytu w skali nie większej niż założona w ustawie (52,2 mld PLN).

Rynek pracy

W marcu dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw wzrosła do 4,8% r/r z 2,9% r/r zanotowanych w styczniu (konsensus prognoz wynosił 3,0%). Wzrost dynamiki płac w marcu tylko w nieznacznym stopniu wynikał z różnicy dni roboczych (+1 dzień r/r). Obserwowane od kilku miesięcy systematyczne wzrosty płac w przetwórstwie przemysłowym (największa sekcja) wskazują na pojawianie się wzrostowego trendu. Obserwacja ta wskazywałaby również na coraz mniejsze prawdopodobieństwo wystąpienia w Polsce zjawisk deflacyjnych (głównie w kontekście niskiej dynamiki płac), co byłoby środowiskiem nie sprzyjającym odrodzeniu konsumpcji prywatnej. Oczekujemy, że kolejne miesiące mogą przynieść dalszy wzrost przeciętnej płacy, co byłoby spójne ze stabilizacją zatrudnienia w polskiej gospodarce. W całym 2010 oczekujemy wzrostu płac o 4-5%. Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw co prawda okazało się w marcu nieznacznie gorsze od naszych oczekiwań (-0,5% r/r), to jednak lepsze od konsensusu rynkowego (-0,7%). Roczna dynamika rzędu -0,6% oznacza stagnację zatrudnienia w ujęciu miesięcznym (w zasadzie nawet niewielki „plus” w liczbach absolutnych w wysokości około 500 osób). Odczyt należy uznać za tym bardziej dobry, zwłaszcza że efekt sezonowy dla zatrudnienia w marcu jest zwykle ujemny. Uważamy, że zachowanie firm jest spójne z sygnalizowaną przez nie poprawą koniunktury oraz postępującym zwiększeniem aktywności gospodarczej. Pozostajemy optymistami także odnośnie sytuacji na rynku pracy w najbliższych miesiącach. (Już teraz MPiPS sygnalizuje, że stopa bezrobocia utrzymała się w marcu na niezmiennym poziomie, zgodnie z naszymi szacunkami).

Znaczny wzrost sprzedaży detalicznej w marcu

W marcu sprzedaż detaliczna wzrosła o 8,7% r/r po anemicznym 0,1% wzroście odnotowanym w lutym. Marcowy dobry wynik sprzedaży zawdzięczamy 1) wzmożonym zakupom przed świętami wielkanocnymi, 2) odreagowaniu po okresie zmniejszonej arktycznymi temperaturami mobilności obywateli, 3) pozytywnej różnicy w liczbie dni roboczych. Podkreślamy, że sprzedaż znajduje się cały czas we wzrostowym trendzie, a ostatnie zakłócenia były wahaniami jedynie tymczasowymi. Przechodząc do rozbiecia sprzedaży detalicznej, widzimy znaczny wzrost dynamiki żywności (z -4,9 do 7,1% r/r), co wiąże się z nasilonymi zakupami przed świętami wielkanocnymi (plus ewentualny efekt nadrobienia zaległości zakupowych z lutego i stycznia). Znacznie poprawiła się też koniunktura w sekcji sprzedaż mebli RTV i AGD, co sygnalizowane było w ankietowych badaniach koniunktury, jednak faktyczna skala poprawy okazała się zdecydowanie większa (z -15 do +17% r/r). Wbrew powszechnym oczekiwaniom przyspieszyła też sprzedaż



samochodów. Prawdopodobnie jest to wynik wzrostu popytu ze strony przedsiębiorstw. Liczony przez nas wskaźnik sprzedaży po wyłączeniu żywności i paliw zanotował 9 punktową poprawę rocznej dynamiki (zbliżoną do całego agregatu). Co do perspektyw na kolejne miesiące, oczekujemy ponownego spadku dynamiki sprzedaży w kwietniu (przesunięcie zakupów świątecznych względem roku poprzedniego, żałoba narodowa i ograniczona sprzedaż w supermarketach w pierwszy weekend żałoby). W kolejnych miesiącach sprzedaż powinna jednak kontynuować wzrosty, zgodnie z ostatnim trendem. Wśród czynników fundamentalnych na stopniowej poprawie sprzedaży ważyć będzie przede wszystkim stabilizacja sytuacji na rynku pracy (uwagę skupiamy tu na danych o zatrudnieniu z uwagi na lepsze odzwierciedlenie dynamiki obecnych procesów gospodarczych i brak wpływu czynników instytucjonalnych, takich jak zmiany wysokości zasiłku dla bezrobotnych). Oceniamy, że efekt ten – przekładający się na zaufanie konsumentów – będzie silniejszy niż ciągle umiarkowana dynamika funduszu płac.

Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.

Spółka	Rekomendacja	Cena	Cena bieżąca	Data wydania	Cena w dniu	P/E
AB	Akumuluj	18,80	16,90	2010-05-06	16,90	9,9
ACTION	Trzymaj	18,49	20,40	2010-04-07	22,00	13,0
AGORA	Trzymaj	24,20	25,00	2010-02-24	23,85	21,4
ASBIS	Redukuj	4,61	4,79	2010-03-29	5,08	10,6
ASSECO POLAND	Kupuj	72,10	55,30	2010-04-06	57,60	12,7
ASTARTA	Sprzedaj	31,60	57,20	2010-02-12	50,00	14,0
BUDIMEX	Sprzedaj	85,10	97,00	2010-03-29	96,60	13,4
BZWBK	Trzymaj	200,50	202,10	2010-04-07	216,50	14,8
CENTRUM KLIMA	Kupuj	15,10	12,00	2010-05-06	12,00	12,8
CERSANIT	Redukuj	13,63	15,19	2010-04-01	16,03	16,9
CEZ	Trzymaj	140,30	142,50	2010-03-03	133,90	10,4
CIECH	Akumuluj	39,20	31,00	2010-03-17	33,40	12,2
COMARCH	Redukuj	93,10	96,10	2010-02-15	102,90	19,5
CYFROWY POLSAT	Akumuluj	16,60	14,69	2010-03-25	15,79	12,9
DOM DEVELOPMENT	Redukuj	51,60	60,95	2010-05-06	60,95	57,5
ELEKTROBUDOWA	Trzymaj	169,20	174,00	2010-03-12	171,00	16,8
EMPERIA HOLDING	Trzymaj	81,60	78,50	2010-03-09	77,50	15,4
ENEA	Akumuluj	21,62	17,81	2010-03-30	18,91	12,0
ERBUD	Trzymaj	54,60	50,80	2010-03-11	53,30	12,4
EUROCASH	Redukuj	18,60	20,61	2010-05-06	20,61	22,1
FAMUR	Sprzedaj	2,16	2,35	2010-03-08	2,60	15,9
GETIN	Trzymaj	10,34	10,19	2010-05-06	10,19	13,4
GTC	Trzymaj	21,80	22,20	2010-05-06	22,20	15,8
HANDLOWY	Akumuluj	90,90	74,00	2010-04-07	83,90	15,3
ING BSK	Trzymaj	749,00	755,00	2010-04-07	766,00	14,5
J.W. CONSTRUCTION	Trzymaj	15,10	16,18	2010-04-13	15,65	7,7
KĘTY	Trzymaj	120,36	113,00	2010-02-24	115,00	11,8
KGHM	Redukuj	90,40	100,70	2009-12-01	107,80	6,3
KOMPUTRONIK	Trzymaj	11,56	9,00	2009-12-08	11,39	9,8
KOPEX	Trzymaj	21,65	20,70	2010-04-07	22,50	14,1
KREDYT BANK	Trzymaj	15,30	15,00	2010-04-07	14,60	31,6
LOTOS	Redukuj	26,50	31,10	2010-04-07	31,40	10,3
LW BOGDANKA	Kupuj	80,10	61,45	2010-05-06	70,90	11,4
MILLENNIUM	Akumuluj	5,31	4,62	2010-04-27	4,84	19,0
MONDI	Redukuj	67,30	71,70	2010-04-09	73,40	18,3
MOSTOSTAL WARSZAWA	Akumuluj	78,20	68,30	2010-05-06	68,30	12,7
NETIA	Trzymaj	4,30	4,82	2009-11-06	4,36	50,1
PBG	Sprzedaj	173,20	232,00	2010-04-07	216,00	16,3
PEKAO	Trzymaj	175,70	161,30	2010-03-05	165,50	15,9
PGE	Kupuj	27,90	21,41	2010-03-30	23,00	11,8
PGNiG	Kupuj	4,32	3,35	2010-03-24	3,70	9,7
PKN ORLEN	Trzymaj	40,20	37,22	2010-04-08	39,40	10,3
PKO BP	Trzymaj	40,10	40,12	2010-03-17	39,07	16,2
POLICE	Redukuj	5,50	5,75	2010-02-24	6,29	
POLIMEX MOSTOSTAL	Akumuluj	5,16	4,65	2010-05-06	4,65	13,8
POLNORD	Kupuj	52,60	39,30	2010-04-13	39,29	24,2
RAFAKO	Trzymaj	13,60	12,65	2010-03-12	13,55	16,6
SYGNITY	Kupuj	18,20	15,42	2010-03-02	12,57	
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Akumuluj	17,60	15,50	2010-04-23	16,35	18,0
TRAKCJA POLSKA	Trzymaj	4,16	4,14	2010-05-06	4,14	16,7
TVN	Trzymaj	16,00	18,00	2010-02-22	15,30	21,5
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	Trzymaj	82,20	80,00	2010-01-06	84,50	16,9
UNIBEP	Trzymaj	7,52	7,67	2010-05-06	7,67	13,8
WSiP	Zawieszona		16,82	2010-05-06	16,82	13,0
ZA PUŁAWY	Trzymaj	72,05	65,60	2010-01-06	80,90	15,2

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
ACTION	Trzymaj	Akumuluj	18,49	2010-04-07
BZWBK	Trzymaj	Akumuluj	204,50	2010-04-07
CENTRUM KLIMA	Akumuluj	Kupuj	15,10	2010-04-07
DOM DEVELOPMENT	Trzymaj	Trzymaj	51,60	2010-04-13
GETIN	Redukuj	Trzymaj	10,34	2010-04-07
GTC	Redukuj	Trzymaj	21,80	2010-04-07
HANDLOWY	Akumuluj	Kupuj	90,90	2010-04-07
ING BSK	Trzymaj	Akumuluj	749,00	2010-04-07
J.W. CONSTRUCTION	Trzymaj	Trzymaj	15,10	2010-04-13
KOPEX	Trzymaj	Redukuj	21,65	2010-04-07
KREDYT BANK	Trzymaj	Akumuluj	15,30	2010-04-07
LOTOS	Redukuj	Trzymaj	26,50	2010-04-07
MILLENNIUM	Akumuluj	Trzymaj	5,31	2010-04-27
MONDI	Redukuj	Trzymaj	67,30	2010-04-09
MOSTOSTAL WARSZAWA	Trzymaj	Akumuluj	78,20	2010-04-07
PBG	Sprzedaj	Redukuj	173,20	2010-04-07
PKN ORLEN	Trzymaj	Akumuluj	40,20	2010-04-08
POLIMEX MOSTOSTAL	Trzymaj	Akumuluj	5,16	2010-04-07
POLNORD	Kupuj	Kupuj	52,60	2010-04-13
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Akumuluj	Akumuluj	17,60	2010-04-23
UNIBEP	Redukuj	Akumuluj	7,52	2010-04-07

Zmiany rekomendacji w Przeglądzie Miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
AB	Akumuluj	Trzymaj	18,80	2010-05-06
CENTRUM KLIMA	Kupuj	Akumuluj	15,10	2010-05-06
DOM DEVELOPMENT	Redukuj	Trzymaj	51,60	2010-05-06
EUROCASH	Redukuj	Trzymaj	18,60	2010-05-06
GETIN	Trzymaj	Redukuj	10,34	2010-05-06
GTC	Trzymaj	Redukuj	21,80	2010-05-06
LW BOGDANKA	Kupuj	Trzymaj	80,10	2010-05-06
MOSTOSTAL WARSZAWA	Akumuluj	Trzymaj	78,20	2010-05-06
POLIMEX MOSTOSTAL	Akumuluj	Trzymaj	5,16	2010-05-06
TRAKCJA POLSKA	Trzymaj	Redukuj	4,16	2010-05-06
UNIBEP	Trzymaj	Redukuj	7,52	2010-05-06
WSIP	Zawieszona	Trzymaj	-	2010-05-06

Statystyka rekomendacji

Wszystkie						Dla emitentów związanych z DI BRE Bankiem S.A.				
Statystyka	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
liczba	4	9	25	9	7	0	1	8	3	6
procent	7,4%	16,7%	46,3%	16,7%	13,0%	0,0%	5,6%	44,4%	16,7%	33,3%

Banki

Wskaźnik Pengab w kwietniu wzrósł o 2,7 pkt do 34,8 pkt

Wskaźnik koniunktury bankowej Pengab wzrósł w kwietniu 2010 roku w stosunku do ostatniego marcowego pomiaru o 2,7 pkt i wyniósł 34,8 pkt. Wskaźnik prognoz spadł o 0,3 pkt, natomiast wskaźnik ocen wzrósł o 5,7 pkt. Prezes Pentor, E. Śmiłowski powiedział, że wynik jest więcej niż obiecujący. Poinformował, że wzrost Pengabu to efekt wyraźnego ożywienia na rynku kredytowym. Depozyty zachowały się stabilnie. Marzec rzeczywiście przyniósł duże ożywienie na rynku kredytowym. Mogło to wpłynąć na oceny bankowców nie tylko z perspektywy corocznego wiosennego ożywienia, ale również z powodu tego, że mimo zapowiedzi lepszych wyników sprzedażowych, styczeń i luty okazały się słabe. Dlatego zapewne, tak dynamicznie rósł wskaźnik ocen. W poprzednich miesiącach ważnym czynnikiem, był wskaźnik prognoz. Pengab powyżej 30 pkt. to dość dobry sygnał dla sektora, jednak mimo poprawy koniunktury, rezerwy na wcześniej udzielane kredyty będą tworzone. Uważamy, że w kolejnych miesiącach wskaźnik ma małe szanse na dalszy bardzo dynamiczny wzrost. Po bardzo optymistycznym nastawieniu na początku roku, przyjdzie czas na uspokojenie.

Dane o podaży pieniądza M3 na koniec marca 2010

W marcu podaż pieniądza wzrosła o 6,5 mld PLN m/m. W skali roku dynamika wzrostu sięgnęła 5,6%. Od strony podaźowej, depozyty zwiększyły się tylko o 1,5 mld PLN, a gotówka w obiegu o 0,6 mld PLN. Za większość wzrostu (4,4 mld PLN m/m) odpowiadały „pozostałe składniki M3”. W ramach depozytów obserwujemy coraz silniejsze trendy wzrostu depozytów przedsiębiorstw (+4 mld PLN m/m, dynamika wzrostu R/R wzrosła z 8% w lutym do 10% na koniec marca). Z kolei po stronie gospodarstw domowych widać coraz wyraźniejsze spowolnienie dynamik wzrostu. Depozyty gospodarstw domowych spadły o prawie 1 mld PLN w ciągu miesiąca, a tempo wzrostu R/R spadło do 9,5% z 11,4% w lutym. Pozostałe składniki depozytów obniżyły się w ciągu miesiąca o 1,5 mld PLN, na skutek obniżenia się depozytów FUS (-1,3 mld PLN). Po stronie popytowej odnotowano spadek portfela kredytów o ponad 1,5 mld PLN. Motorem spadku był spadek portfela kredytów przedsiębiorstw (-3,8 mld PLN m/m, dynamika spadku -9% R/R vs. -7% w lutym). Istotne ożywienie zanotowały za to kredyty dla gospodarstw domowych (+3,6 mld PLN m/m, dynamika wzrostu 5,8% R/R vs. 5,5% w lutym). Jest to tym bardziej zauważalne, że w marcu złotówka umocniła się o 0,6% względem EUR i aż o 2,8% względem franka szwajcarskiego. Kredyty pozostałych segmentów obniżyły się o 1,4 mld PLN m/m, gdzie głównym czynnikiem był spadek zadłużenia niemonetarnych instytucji finansowych (-1,3 mld PLN). Największym elementem budującym zadłużenie pozostałych segmentów są kredyty jednostek samorządowych, które nie zmieniły się istotnie w relacji do lutego 2010 roku. Ta część kredytów notuje jednak wysokie przyrosty w ujęciu rocznym (+31% R/R na koniec marca). Za wzrost odpowiadają jednostki samorządowe, które zwiększyły zadłużenie o 42% R/R. Po stronie depozytów pozytywnie odbieramy przyrost depozytów przedsiębiorstw. Jest to zgodne z naszymi oczekiwaniami. Zakładamy, że portfel depozytów przedsiębiorstw w całym 2010 roku wzrośnie o prawie 17%. Oczekujemy niskiego przyrostu depozytów gospodarstw domowych (5,4% R/R w 2010). Uważamy, że za niższymi dynamikami przemawiać będą: relokacja oszczędności, słaby rynek pracy w 1H'10 i rosnąca baza odniesienia (wysokie przyrosty w ub.r.). Jednak w dalszym ciągu zakładamy wzrosty, a kontynuacja odpływu środków klientów indywidualnych do innych form oszczędności może znowu zaostrzyć rywalizację o depozyty. Jednocześnie obserwujemy bardzo pozytywne trendy po stronie kredytów gospodarstw domowych. Po relatywnie słabym styczniu i lutym, portfel kredytów w tym segmencie mocno odbił. Dodatkowo biorąc pod uwagę umocnienie złotówki, przyrosty były jeszcze wyższe. Uważamy, że głównym motorem wzrostu kredytów gospodarstw domowych były kredyty hipoteczne i po słabym styczniu i lutym zaczynamy obserwować ożywienie. In minus zaskakują za to kredyty dla przedsiębiorstw. Mimo deklaracji ze strony banków, że chcą zwiększyć kredytowanie przedsiębiorstw, obserwujemy coraz większe spłaty zobowiązań (słaby popyt na kredyt). Z jednej strony pozytywnie należy postrzegać proces delewarowania firm, jednak powoduje to presję na poziom przychodów.

Kredyt na nieruchomości gospodarstw domowych

W marcu wartość kredytów na nieruchomości gospodarstw domowych sięgnęła 224 mld PLN i była o 3% wyższa niż na koniec marca ub.r. Portfel kredytów złotówkowych sięgnął 85,6 mld PLN i wzrósł o 31% R/R, a portfel kredytów walutowych 138,7 mld PLN spadając o 9% R/R. Widzimy utrzymanie się trendów obserwowanych w ub.r. w zakresie tempa wzrostu portfela. Istotny wpływ na nie ma zmienność kursu walutowego, jako że w dalszym ciągu ponad połowa portfela (62% vs. 70% w marcu ub.r.) denominowana jest w obcej walucie. Wzrost portfela w stałym kursie szacujemy na ok. 13% R/R (na koniec marca obserwowaliśmy najniższy kurs złotego porównując dane na koniec miesiąca). Jednocześnie obserwujemy duże ożywienie po stronie sprzedaży kredytów na nieruchomości. W styczniu i lutym szacowaliśmy sprzedaż kredytów hipotecznych na ok. 2,6 mld PLN średnio w miesiącu, obecnie nasze szacunki wskazują na ponad 4,3 mld PLN. Portfel kredytów złotówkowych wzrósł w ciągu miesiąca o 2,5 mld PLN (vs. 1,3 mld PLN w styczniu i lutym br.). Jednocześnie portfel kredytów walutowych

spadł o 0,5 mld PLN, jednak wpływ na to ma umacniająca się waluta. Złotówka umocniła się względem franka szwajcarskiego o 0,6% w marcu br. W dalszym ciągu jest to dominująca waluta w portfelu, choć coraz więcej banków decyduje się na ofertę w EUR. Szacujemy, że portfel kredytów walutowych wzrósł o ponad 0,3 mld PLN w marcu, zakładając stały kurs. NBP zaczął publikować dane dotyczące tylko banków, a nie tak jak wcześniej monetarnych instytucji finansowych. Jednak w przypadku kredytów na nieruchomości gospodarstw domowych interpretacja danych jest spójna, gdyż banki odpowiadają za 99,7% całego portfela kredytów na nieruchomości gospodarstw domowych.

Kredyty w ramach „Rodzina na swoim”

W styczniu 2010 roku z programu skorzystało 2,3 tys. osób, zaciągając kredyty na łączną kwotę 421 mln PLN, w lutym było to 2,5 tys. osób na łączną kwotę 437 mln PLN. W marcu z programu skorzystało 3,3 tys. osób na łączną kwotę 582 mln PLN. Podobne trendy w zakresie sprzedaży kredytów hipotecznych miały miejsce na całym rynku. Dostrzegaliśmy słabe w relacji do 2H'09 wolumeny sprzedaży kredytów hipotecznych w styczniu i lutym br. W marcu natomiast widoczne było ożywienie. Wynikało to m.in. z: (i) ostrej zimy, która powstrzymywała klientów przed aktywnym poszukiwaniem mieszkań, (ii) zmieniających się dopiero ofert bankowych, (iii) ciągle bardzo konserwatywnego podejścia banków do oceny zdolności kredytowej w okresie najwyższego bezrobocia.

BIK udostępnił 2,46 mln raportów kredytowych i monitorujących w marcu br.

BIK udostępnił bankom w marcu 2010 roku 2,46 mln raportów kredytowych i monitorujących (+41,2% R/R). Liczba raportów kredytowych on – line wzrosła z 1,56 mln do 1,67 mln (+7% R/R), a raporty monitorujące wzrosły z poziomu 182 tys. sztuk w marcu 2009 do aż ponad 795 tys. sztuk w marcu br. Widać, że wzrost liczby wydawanych raportów wynika z bardzo ostrożnego podejścia banków i sprawdzania klientów posiadających już kredyty. Banki monitorują ich sytuację, szczególnie w najtrudniejszym okresie na rynku pracy.

Dwukrotny wzrost złych długów w kartach

KNF podała, że z blisko 15 mld PLN zadłużenia Polaków na kartach kredytowych 1,8 mld PLN to zobowiązania spłacane z opóźnieniem. Zadłużenie klientów indywidualnych na kartach zwiększyło się o 18,3% w 2009 roku. Jednocześnie zadłużenie „przeteterminowane” na kartach wzrosło o 111,5%. Wskaźnik niespłaconych należności wzrósł z 6,7% do 12%. Karty kredytowe, obok szybkich kredytów gotówkowych są źródłem największych odpisów w segmencie detalicznym. Jest to zgodne z naszymi oczekiwaniami. Uważamy, że portfel niespłaconego w terminie zadłużenia na kartach może jeszcze dynamicznie rosnąć w 1H'10.

Zmiana zapisów w ustawie o VAT będzie miała wpływ na banki

Przygotowywana przez Ministerstwo Finansów zmiana zapisów w ustawie o VAT zwiększy obciążenia banków. Resort finansów ustala na nowo, które usługi finansowe zwolnione są z podatku VAT (22%). Jest to dostosowywanie polskiego prawa do unijnego. Do wejścia w życie nowych przepisów pozostało 8 miesięcy. Według projektu MF od 1 stycznia 2011 r. opodatkowane będą tzw. usługi pomocnicze. Pod tym pojęciem kryją się na przykład niektóre systemy informatyczne wspierające obsługę klientów, zlecenie spółkom zewnętrznym wykonywanie pewnych czynności. Bez wątplenia zwiększy to wydatki w bankach. Nie analizowaliśmy jeszcze wpływu tych zmian na wyniki banków. Można jednocześnie oczekiwać, że takie zmiany doprowadzą do wzrostu usług bankowych. Jednak nie uda się naszym zdaniem w pełni pokryć wzrostu kosztów, wyższymi cenami (konkurencja).

Kara za interchange – sprawa powraca

Do sądu wraca sprawa zawyżania prowizji od płatności kartą, za co UOKiK w 2006 r. nałożył na 20 banków 164 mln PLN kary. Według UOKiK banki ustalały prowizje między sobą i były one zbyt wysokie. W Polsce jest to średnio 1 – 2% wartości transakcji, podczas gdy w większości państw europejskich jedynie 0,3 – 0,5%. Banki odwołały się od decyzji do SOKiK, który w 2008 roku uchylił decyzję. Teraz sąd apelacyjny skierował sprawę do ponownego rozpatrzenia. W ocenie sądu przeanalizowane mechanizmy rozliczeń wskazują, że o cenach za obsługę transakcji decyduje w głównej mierze porozumienie banków, a nie konkurencja. Zdaniem banków jest to jedynie orzeczenie sądu, które oznacza powrót do punktu wyjścia, czyli sądu pierwszej instancji. Większość banków tworzyła w 4Q06 rezerwę na potencjalną karę nałożoną przez UOKiK. Jednak w późniejszych kwartałach część banków zdecydowała się na rozwiązanie tej rezerwy. Nie wiemy, czy powrót sprawy do pierwszej instancji spowoduje konieczność utworzenia rezerw. Sprawa jak widać toczyć się będzie jeszcze dość długo. Jednocześnie największe ryzyko dostrzegamy nie w karze nałożonej na banki, a w konsekwencjach decyzji podjętych w trakcie postępowania. Największym ryzykiem jest obniżenie stawki interchange, jak również roszczenia handlowców dotyczące opłat w przeszłości.

Więcej emisji obligacji nieskarbowych

O ponad 20 mld PLN może wzrosnąć w tym roku zadłużenie z tytułu obligacji nieskarbowych.

Ten rodzaj finansowania wybierają banki, samorządy i przedsiębiorstwa. Po 1Q10 wartość rynku papierów nieskarbowych przekroczyła 50 mld PLN (48 mld PLN na koniec 2009). Z szacunków „Rz” wynika, że jeśli do skutku dojdą zaplanowane emisje, rynek na koniec roku może wzrosnąć nawet do 70 mld PLN. Do większego zainteresowania papierami nieskarbowymi w dużym stopniu przyczyniły się emisje BGK na rzecz KFD. W tym roku bank ma wyemitować papiery drogowe za ok. 7,9 mld PLN. Specjaliści podkreślają, że rynek długu staje się wreszcie prawdziwą alternatywą dla kredytu. Powodem są zaostrzone kryteria w bankach, szczególnie przy kredytach na dłuższy termin. Oczekiwaliśmy rozwoju rynku w tym obszarze w tym roku. Wynika to z zaostrzonych kryteriów w bankach. Te z kolei są ostre ze względu na ograniczony potencjał wzrostu aktywów (pozyskanie środków na akcję kredytową). Banki często organizują takie emisje. Uważamy, że rynek obligacji nieskarbowych będzie dalej się rozwijał.

Rynek leasingu

Według szacunków ZBP wartość rynku leasingu wyniosła w 1Q10 ok. 5 mld PLN (-3,3% R/R), w tym wartość sfinansowanych nieruchomości wyniosła 4,7 mld PLN (+2% R/R), a nieruchomości 285 mln PLN (-48% R/R). Według danych z 23 największych firm leasingowych w Polsce zebranych przez *Parkiet*, wartość rynku sięgnęła 4,2 mld PLN (-2% R/R), w tym ruchomości prawie 4 mld PLN (+4% R/R) i nieruchomości 251 mln PLN (-47% R/R). Pierwszy kwartał podzielony był na 2 części: styczeń i luty, gdy zainteresowanie leasingiem było umiarkowane oraz marzec, gdy zaobserwowano ożywienie. Przyczyną słabego początku roku była długa zima. W marcu zaobserwowano wzrost o 13% R/R. Największą spółką pozostaje EFL, który oddał w leasing aktywa o wartości 0,6 mld PLN (-11% R/R). Na drugim miejscu znalazł się Raiffeisen Leasing (506 mln PLN, +81% R/R), kolejni byli: Millennium Leasing (419 mln PLN, +38% R/R), Pekao Leasing (392 mln PLN, +11% R/R), BRE Leasing (297 mln PLN, -26% R/R), BZ WBK Leasing (291 mln PLN, -26% R/R). Oczekujemy wzrostu wartości nowej sprzedaży, jednak spowalniająco na tempo przyrostu portfela należności z tytułu leasingu, w dalszym ciągu wpłynąć będzie niższa sprzedaż ubiegłego roku.

KNF popiera propozycje z Bazylei

KNF popiera propozycje nowych regulacji przedstawione przez Bazylejską Komitet Nadzoru Finansowego. Komitet do 16 kwietnia czekał na uwagi ze strony nadzorów. Wątpliwości po stronie polskiego nadzorca budzi jedynie propozycja liczenia płynności na poziomie całej grupy. Poruszaliśmy temat propozycji nowych regulacji w raporcie o bankach z 19 stycznia. Intuicyjnie uważamy, że będzie miało to niewielki wpływ na polski sektor bankowy, podczas gdy w innych krajach może to spowodować potrzebę sięgania po dodatkowe kapitały. Do końca br. mają zostać przygotowane ostateczne regulacje, a zmiany miałyby zacząć obowiązywać od końca 2012 roku. Nie wiemy na ile pewny jest ten harmonogram, jednak jeśli będzie on realizowany już w przyszłym roku będzie istotne, który z banków ma niewystarczające kapitały.

Wyплаты pieniędzy z bankomatów będą coraz tańsze

W kwietniu MasterCard obniżył radykalnie opłaty za wypłatę pieniędzy z obcego bankomatu (z 3,5 PLN do 1,2 PLN). Nad obniżką zastanawia się również VISA. Nieoficjalnie mówi się, że opłata, na jaką będzie musiał się zgodzić operator bankomatów, spadnie do ok. 1,3 PLN/transakcję. Wiele polskich banków zdecydowało się na likwidację opłat za korzystanie z obcych bankomatów przy wypłatach środków. Jest to element walki konkurencyjnej o klienta. Dzięki niższym opłatom, oferta taka stała się tańsza z perspektywy kosztów. Uważamy, że takie działania ograniczą poziom przychodów prowizyjnych z tego tytułu. Z jednej strony banki ponoszą znacznie niższe koszty, z drugiej nie są one rekompensowane przez przychody. Dodatkowym czynnikiem wzrostu kosztów prowizyjnych jest większa aktywność klientów w korzystaniu z obcych sieci bankomatów.

78% Polaków ma konto

W raporcie przygotowanym na zlecenie NBP, „Postawy Polaków wobec obrotu bezgotówkowego” napisano, że 78% Polaków ma konto osobiste (70% jedno, a 8% przynajmniej dwa rachunki). Wśród osób pracujących na pełnym etacie odsetek posiadaczy rachunków sięga 91%, a wśród bezrobotnych 39%. Spośród posiadaczy kont 80% przyznaje, że ma i korzysta z karty bankomatowej, a 28% z karty kredytowej. Co dziesiąty pytany przyznaje, że ma kartę kredytową, ale z niej nie korzysta. Karta płatnicza najczęściej służy do wypłacania gotówki (98%). Do płacenia nią za zakupy przyznaje się 86% badanych. Ciekawe dane pokazujące, że duża część społeczeństwa posługuje się produktami bankowymi. W dalszym ciągu istnieje jeszcze znaczący potencjał w zakresie wzrostu aktywności korzystania z usług finansowych.

Innova Capital sprzedaje Meritum Bank

Meritum Bank (100% udziałów ma Innova Capital) jest wystawiony na sprzedaż. Obecnie trwa due diligence. Wśród kilku potencjalnych nabywców są zarówno banki jak i fundusze private equity. Proces jest zaawansowany jednak trudno określić dokładny harmonogram transakcji. W ubiegłym roku Innova Capital deklarowało, że nie będzie chciało oddać kontroli i sprzeda

mniejściowy pakiet, obecnie nie wyklucza wyjścia z inwestycji. W 2008 roku bank miał 20 mln PLN straty, a kapitały własne sięgały 69 mln PLN. W 2009 roku dokapitalizowano bank kwotą 40 mln PLN. Na koniec roku bank miał kapitały własne sięgające 145 mln PLN, jednak nie uwzględniają one straty jaką bank wygenerował w 2009 roku. Po jej uwzględnieniu spadłby poniżej 100 mln PLN. Mała transakcja. Marginalna skala działalności. Większego zainteresowania potencjalnych inwestorów oczekujemy w przypadku decyzji o wyjściu obecnego inwestora, a nie sprzedaży części udziałów.

Meritum Bank otworzy 250 placówek partnerskich do końca 2013 r.

Meritum Bank rozpoczyna tworzenie sieci placówek partnerskich i do końca 2013 roku zamierza uruchomić 250 placówek tego typu w dużych i średnich miastach. W pierwszej kolejności bank będzie szukać partnerów wśród pośredników finansowych, którzy już mają jego produkty w swojej ofercie i chcą rozwijać współpracę. Na koniec 2009 r. oferta Meritum Banku dostępna była w ponad 6,3 tys. punktach obsługi klienta. Na początku grudnia ub. roku bank zweryfikował plan rozbudowy sieci placówek i poinformował, że zamiast 50 planowanych placówek własnych otworzy 10, ale będzie rozwijał sieć placówek franczyzowych. Kolejny bank, kolejne placówki, czy to we franczyzie, czy to własnej sieci. Spojrzenie z pozycji indywidualnego banku może dawać obraz, że kolejne placówki, to kolejni klienci. Jednak biorąc pod uwagę fakt, że na głównych ulicach dużych miast, obok siebie znajduje się często kilka placówek bankowych, to mamy wrażenie, że kolejne otwarcia nie są uzasadnione. Wcześniej czy później, któryś z banków nie osiągnie zamierzeń dotyczących ich rentowności.

Lukas Bank chce się rozwijać organicznie

Credit Agricole, główny akcjonariusz Lukas Banku, chce aby polski bank rozwijał się organicznie. Chcą lepiej dopasować strukturę organizacyjną, co powinno zająć od 12 do 18 miesięcy. Nie wyklucza wtedy, że zacznie się rozglądać za ciekawymi przejęciami. Obecnie nie jest zainteresowany przejęciem BZ WBK. Do tej pory Lukas Bank budował swoją pozycję, z naciskiem na consumer finance. Jest liderem na rynku i chce dalej rozwijać tą linię biznesową. W ciągu kilku miesięcy chce jednak znacznie poszerzyć zakres działalności i dążyć do stworzenia uniwersalnego banku. Bank planuje zmianę loga czy nazwy, a docelowo zmienić ją na Credit Agricole. Bank szacuje, że koszt rebrandingu sięgnie 40 mln PLN, więc na obecną chwilę nie zostanie zrealizowany. Za dwa lata na przejęcie może być za późno. Banki powoli pokazują nowe strategie rozwoju. Wszystkie opierają się o bankowość uniwersalną. Oczekujemy dużej konkurencji o wolumeny klientów.

Giełdowe plany Alior Banku

Carlo Tassara, kontrolujący Alior Bank, planuje wprowadzenie na giełdę polskiego Alior Banku. Jak informował w wydaniu internetowym włoski dziennik "Il Sole 24 Ore" przygotowania są na razie jeszcze w fazie "embrionalnej", ale wszystkie podejmowane decyzje w sprawie najmłodszego polskiego banku wyraźnie zmierzają w tym kierunku. Alior ma już 220 tys. klientów, portfel depozytów na poziomie 775 mln EUR i kredytów 363 mln EUR. Zdaniem "Il Sole" Alior mógłby wejść na giełdę najwcześniej w 2011 roku. Inwestor nie zdecydował jeszcze jaką pulę przeznaczyłby do obrotu giełdowego. Przed wejściem na giełdę nie wyklucza się również podniesienia kapitałów, przy udziale jakiejś instytucji finansowej. Oczekuje się, że w ostatnim kwartale 2010 r. bank stanie się rentowny.

Pośrednicy finansowi obawiają się Rekomendacji T

Rekomendacja T przygotowana przez Komisję KNF (zacznie obowiązywać od sierpnia) zakłada, że raty osób spłacających kredyty nie będą mogły przekraczać połowy ich miesięcznego dochodu (dla tych, którzy zarabiają poniżej średniej krajowej – ok. 3,3 tys. PLN brutto) lub 65%, jeśli ich pensja jest wyższa. Prezesi największych firm doradztwa finansowego – Open Finance, Money Expert, Doradcy24 – zgadzają się, że szczególnie w segmencie kredytów gotówkowych może dojść do spadku sprzedaży. W związku z tym już obecnie zmieniają profil biznesu. Money Expert zlikwidował 100 doradców odpowiedzialnych za kredyty gotówkowe, przedstawiając się na kredyty hipoteczne. Jednak wiele banków już teraz stosuje kryteria zgodne z Rekomendacją T. Wg wiceprezesa DK Notus, już teraz tylko 25 – 30% wniosków kredytowych jest rozpatrywanych pozytywnie. Na razie trudno ocenić ile banków wprowadziło już zasady Rekomendacji T. Większość z nich dotyczy jakości procesu, choć są również ograniczenia ilościowe. Nie wiemy w jaki sposób wpłynie to na akcję kredytową w bankach. Intuicyjnie w największym stopniu dotknie to banki skierowane na mniej zamożnych klientów. Jednocześnie uważamy, że rekomendacja będzie miała ograniczony wpływ na wyniki największego pośrednika finansowego na rynku, Open Finance (część grupy Getin Holding). Do tej pory skupiał się on głównie na kredytach hipotecznych i produktach inwestycyjnych.



BZ WBK (Trzymaj)

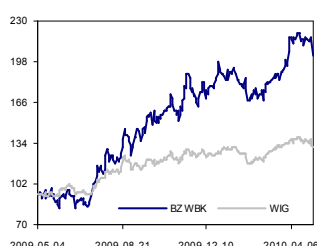
Cena bieżąca: 202,1 PLN Cena docelowa: 200,5 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-07

(m ln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	1 635,1	1 563,2	-4,4%	1 797,8	15,0%	1 914,0	6,5%	Liczba akcji (m ln)	73,0
Marża odsetkow a	3,3%	2,8%		3,2%		3,1%		MC (cena bieżąca)	14 745,3
WNDB	3 190,0	3 239,4	1,5%	3 465,5	7,0%	3 694,0	6,6%	Free float	29,5%
Wynik operacyjny*	1 575,9	1 644,4	4,3%	1 812,8	10,2%	1 925,6	6,2%		
Zysk brutto	1 211,4	1 163,3	-4,0%	1 334,7	14,7%	1 690,0	26,6%		
Zysk netto	855,4	886,2	3,6%	993,3	12,1%	1 270,2	27,9%		
ROE	18,4%	16,2%		15,8%		17,8%		Zmiana ceny: 1m	-6,8%
P/E	17,2	16,6		14,8		11,6		Zmiana ceny: 6m	28,9%
P/BV	3,0	2,5		2,2		1,9		Zmiana ceny: 12m	113,9%
D/PS	3,0	0,0		4,0		4,5		Max (52 tyg.)	220,9
Dyild (%)	1,5	0,0		2,0		2,2		Min (52 tyg.)	82,6

* przed kosztami rezerw



Uważamy, że perspektywy na dobre wyniki w 2010 roku zostały zdyskontowane (zakładamy wzrost zysku o 12% i spadek CIR do 48%). Dalszy potencjał wzrostowy dostrzegamy jedynie w przypuszczeniach, że cena sprzedaży udziałów przez AIB będzie powyżej obecnej wyceny rynkowej. Uważamy taki scenariusz za mało prawdopodobny. Przemawia za tym: (i) trudna sytuacja AIB i konieczność szybkiej sprzedaży udziałów, (ii) wysoki zysk na transakcji sprzedaży realizowany już przy obecnych cenach przez AIB, (iii) duża wartość goodwill generowana przy transakcji przy obecnych cenach (P/BV'09 2,5), (iv) widoczna już obecnie premia w wycenie na tle średnich wskaźników innych banków (około 30%). Mimo deklaracji ze strony zarządu BZ WBK, że prowadzone procesy rozwoju działalności i aktywność po stronie sprzedaży kredytów, proces zmiany inwestora strategicznego, może odbić się na działalności biznesowej banku m.in. przez utrudniony proces decyzyjny. Skorygowaliśmy cenę docelową dla akcji BZ WBK o dywidendę (4 PLN/akcję, dzień prawa do dywidendy 7 maja, exdiv. day 5 maja).

Solidne wyniki 1Q10 wpisują się w naszą całoroczną prognozę zysku

Wynik netto na poziomie 233 mln PLN był zgodny z naszymi oczekiwaniami (230 mln PLN) i konsensusem rynkowym (235 mln PLN, PAP). Na poziomie wyniku operacyjnego przed kosztami rezerw, również w sposób nieistotny odbiegał od naszych prognoz 419 mln PLN vs. 409 mln PLN. Zgodna z oczekiwaniami była również struktura wyniku operacyjnego. Wynik odsetkowy spadł o 2% Q/Q (424 mln PLN, zgodny z prognozą), na skutek obniżenia się relacji kredyty/depozyty do 78% (spadek portfela kredytów ogranicza potencjał wzrostu przychodów odsetkowych, rosnący portfel depozytów stanowi źródło kosztów odsetkowych). Wynik prowizyjny był zgodny z oczekiwaniami. Pozytywny trend coraz silniej zaznacza ekspozycja na rynki kapitałowe, sezonowy spadek obserwowany jest w obszarze bankowości transakcyjnej, ze względu na sytuację makroekonomiczną niższe są przychody z tytułu wymiany walut, a prowizje z bankassurance zgodnie z oczekiwaniami powróciły do wyższych poziomów w relacji do 4Q09. Wynik handlowy okazał się nieco wyższy niż nasze oczekiwania. Wpływ zmiany rezerw na klientowskie transakcje pochodne był marginalny (poniżej 0,5 mln PLN). Koszty działania były zgodne z oczekiwaniami i zostały utrzymane pod kontrolą. Koszty osobowe spadły Q/Q ze względu na konieczność dotworzenia rezerw na bonusy w ostatnim kwartale ub.r. Poziom wydatków osobowych utrzymał się na poziomie z 1Q09 (zm. 2% R/R). Jednocześnie na niezmiennym poziomie pozostały wydatki rzeczowe. Oczekiwaliśmy w tym obszarze o kilka milionów wyższych kosztów. Uważamy, że w kolejnych kwartałach wydatki rzeczowe będą rosły, m.in. na skutek zatrzymania trendu spadkowego w liczbie zatrudnionych, planów rozwoju sieci placówek (ok. 100, z czego kilkanaście własnych) i wzrostu aktywności biznesowej. Prezes poinformował, że plany AIB nie mają wpływu na inwestycje BZ WBK w tym roku. Zaskoczeniem były niższe rezerwy (70 mln PLN vs. 103 mln PLN w prognozie). Przyczyną niższych rezerw było rozwiązanie rezerwy IBNR w obszarze kredytów biznesowych na nieruchomości (35 mln PLN). Dzięki temu zysk brutto był o 14% powyżej naszej prognozy. Jednak efektywna stopa podatku sięgnęła aż 28%, co zniwelowało pozytywny wpływ niższych rezerw na wynik netto. Wysoka efektywna stopa podatkowa jest konsekwencją uwzględnienia zrealizowanych, jak i planowanych w 2Q10 transakcji sprzedaży portfeli należności nieregularnych. Zarówno niższe odpisy (rozwiązanie IBNR w segmencie kredytów biznesowych na nieruchomości w kwocie 35 mln PLN), jak i wysoka efektywna stopa podatku nie mają przełożenia na nasze postrzeganie BZ WBK. Nawet jeśli tegoroczne odpisy okażą się niższe niż nasze oczekiwania, nie ma to istotnego wpływu na wycenę ze względu na oczekiwany spadek odpisów w sektorze w przyszłym roku.



Wielu chętnych na zakup BZ WBK

Zdaniem Mateusza Morawieckiego, prezesa BZ WBK do AIB zgłasza się wielu zagranicznych inwestorów zainteresowanych zakupem banku. Zainteresowanych jest wiele podmiotów, których nie ma w Polsce. Zainteresowanie to nie jest jednak „sformalizowane”. Zdaniem prezesa jest mniej prawdopodobne, że inwestorem zostanie bank już działający w Polsce. Obecnie przygotowywane jest memorandum informacyjne. Konkretnie decyzje w kwestii sprzedaży udziałów w BZ WBK mogą zapaść na przełomie 4Q10 i 1Q11. Gazety spekulują, że na liście chętnych są m.in.: francuskie Societe Generale (właściciel Eurobanku) i BNP Paribas (właściciel Fortis Banku), HSBC, Rabobank (udziałowiec BGŻ), Raiffeisen (posiada bank z drugiej dziesiątki pod względem aktywów), hiszpańskie Banco Santander i BBVA, grupa finansowa Nordea, ING BSK, czy nawet Pekao. Jednocześnie przedstawiciele włoskiego UniCredit powiedzieli, że grupa zamierza koncentrować się na organicznym rozwoju, choć nie wyklucza akwizycji w ciągu najbliższych pięciu lat. Grupa uważa jednocześnie, że bieżący rok będzie wciąż trudny dla międzynarodowych grup kapitałowych z istotną ekspozycją na rynek Europy Środkowo – Wschodniej, tj. UniCredit. Przyczyny to: niskie zainteresowanie kredytami ze strony przedsiębiorstw, rezerwy na złe kredyty rosnące do końca 1H10. Naszym zdaniem przedstawiciele UniCredit mieli przede wszystkim na myśli inne kraje regionu (m.in. Ukrainę), choć w przypadku Pekao oczekujemy utrzymania się rezerw podobnych jak w 2010 roku. Uważamy, że inwestor zagraniczny, bez istotnej ekspozycji na rynek polski (lub z małym bankiem), będzie skłonny zapłacić większą kwotę na BZ WBK. Dla niego istotnym walorem jest skokowe pozyskanie znaczącej pozycji na rynku. Im większa konkurencja w procesie, tym wyższa cena, jednak nie oczekujemy premii w cenie w relacji do obecnej wyceny rynkowej.



Getin (Trzymaj)

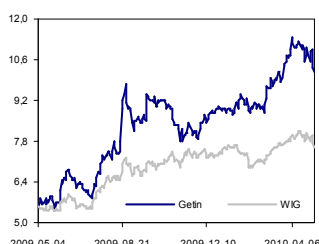
Cena bieżąca: 10,19 PLN Cena docelowa: 10,34 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-06

(m ln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	1 017,7	977,5	-3,9%	1 207,9	23,6%	1 329,9	10,1%	Liczba akcji (m ln)	712,4
Marża odsetkow a	4,0%	2,9%		3,2%		3,2%		MC (cena bieżąca)	7 259,5
WNDB	2 029,9	2 094,4	3,2%	2 208,4	5,4%	2 394,1	8,4%	Free float	28,0%
Wynik operacyjny*	1 079,9	1 200,0	11,1%	1 230,6	2,5%	1 351,7	9,8%		
Zysk brutto	701,0	357,6	-49,0%	669,1	87,1%	937,3	40,1%		
Zysk netto	508,5	276,0	-45,7%	543,6	97,0%	677,1	24,6%		
ROE	15,2%	7,4%		13,3%		14,4%		Zmiana ceny: 1m	-7,0%
P/E	14,2	26,3		13,4		10,7		Zmiana ceny: 6m	26,9%
P/BV	2,0	1,9		1,7		1,4		Zmiana ceny: 12m	35,0%
D/PS	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	11,4
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	5,4

* przed kosztami rezerw



Obecna wycena rynkowa dyskontuje już dość dynamiczną poprawę wyników w Getin Holding. Konsensus rynkowy zakłada zysk brutto na poziomie 610 mln PLN w 2010 roku (nasza prognoza 669 mln PLN), co oznacza, że rynek oczekuje średniego poziomu wyniku brutto w kwartale na poziomie ponad 150 mln PLN (średni kwartalny zysk brutto w 2H'09 wyniósł 44 mln PLN). Uwzględnia to nie tylko spadek rezerw (na co szanse dostrzegamy przede wszystkim w 2H'10), ale również utrzymanie pozytywnego momentum w zakresie poprawy powtarzalnych przychodów (co będzie utrudnione przez coraz bardziej widoczną presję na ceny kredytów oraz wyczerpujący się potencjał określonych nisz przychodów tj. odsprzedaż produktów do istniejących portfeli kredytów). Uważamy, że wyniki Getin Holding za 1Q'10 będą słabe, a bank zanotuje zysk brutto na poziomie 64 mln PLN. Na wyniki 1Q'10 pozytywny wpływ będzie miało rozliczenie rozwiązania rezerwy na podatek (74,45 mln PLN). Od czasu publikacji naszej ostatniej miesięcznicy (7 kwietnia), kurs spadł o ponad 10%, co skłania nas do zamknięcia negatywnej rekomendacji na Getin Holding. Rekomendujemy trzymanie walorów w portfelu. Uważamy jednak, że obecna wycena dyskontuje już dość wysokie oczekiwania wobec Getin Holding.

Getin chce sprzedać w '10 kredyty samochodowe za 2 mld PLN

W 2009 roku bank sprzedał kredyty samochodowe o wartości 1,6 mld PLN. Sprzedaż kredytów dla firm od Getinu w I kw. '10 wzrosła R/R o blisko 100%. Początek 2010 roku miał przynieść także ożywienie w sprzedaży kredytów dla małych i średnich firm. Obok wzrostu sprzedaży kredytów samochodowych oczekiwania należy spodziewać spadku sprzedaży kredytów konsumpcyjnych i dużej aktywności Getin Noble Banku w zakresie sprzedaży kredytów hipotecznych. Oczekujemy wzrostu wolumenu sprzedaży kredytów ogółem w banku o ok. 23%, choć ze względu na słaby styczeń i luty, wzrosty obserwować będziemy dopiero w kolejnych kwartałach.

Emisja TU Europa

Ubezpieczyciel, którego większościowym akcjonariuszem jest Getin Holding czeka na zatwierdzenie przez KNF prospektu emisyjnego, który został złożony 15 lutego 2010. Pierwotnie zarząd spółki planował zakończyć emisję przed emisją PZU. W najbliższym czasie czeka nas kilka dużych ofert. Naszym zdaniem emisja TU Europa zostanie przesunięta na drugą połowę roku. W transakcji Getin Noble Bank zamierza sprzedać posiadane przez siebie udziały, co będzie miało pozytywny wpływ na wyniki grupy w 2010 roku. Nie uwzględniamy tego w naszych prognozach. Jednocześnie nie uwzględniamy faktu, że w kolejnych latach zwiększy się poziom zysku przypadający na akcjonariuszy mniejszościowych.

Powołanie Członków Rady Nadzorczej na nową kadencję

ZWZA banku powołało Panów: Leszka Czarneckiego, Remigiusza Balińskiego, Michała Kowalczewskiego, Dariusza Niedosiała oraz Radosława Bonieckiego na Członków RN Getin Noble Banku na nową kadencję. ZWZA uchwaliło również pozostawienie zysku za ub.r. na poczet kapitałów własnych.

Moody's nadał Getin Noble Bankowi rating siły finansowej na poziomie D-

Agencja Moody's nadała Getin Noble Bankowi rating siły finansowej na poziomie D- , a rating depozytów długo i krótkoterminowych w walucie krajowej i zagranicznej został ustalony na Ba2/Not Prime. Perspektywa wszystkich ratingów jest stabilna.



Handlowy (Akumuluj)

Cena bieżąca: 74 PLN

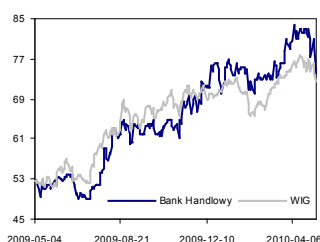
Cena docelowa: 90,9 PLN

Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-07

(m ln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	1 365,8	1 505,4	10,2%	1 507,7	0,2%	1 560,7	3,5%	Liczba akcji (mln)	130,7
Marża odsetkow a	3,4%	3,8%		3,8%		3,7%		MC (cena bieżąca)	9 668,8
WNDB	2 312,8	2 418,4	4,6%	2 482,6	2,7%	2 600,0	4,7%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	909,6	1 200,6	32,0%	1 133,0	-5,6%	1 183,0	4,4%		
Zysk brutto	759,2	655,3	-13,7%	806,0	23,0%	1 105,3	37,1%		
Zysk netto	600,4	504,4	-16,0%	633,4	25,6%	868,6	37,1%		
ROE	10,7%	8,5%		10,1%		13,2%		Zmiana ceny: 1m	-8,0%
P/E	16,1	19,2		15,3		11,1		Zmiana ceny: 6m	14,6%
P/BV	1,7	1,6		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m	45,2%
D/PS	4,8	0,0		3,8		3,9		Max (52 tyg.)	83,9
Dyid (%)	6,4	0,0		5,1		5,2		Min (52 tyg.)	49,0

* przed kosztami rezerw



Wyniki 1Q10 były zgodne z naszymi oczekiwaniami (o 7% wyższy wynik netto i o 3% wyższy wynik operacyjny przed kosztami rezerw). Współczynnik wypłacalności znajduje się na poziomie 18,4%, co uzasadnia naszym zdaniem utrzymanie bardzo wysokich wypłat dywidend w kolejnych latach. Ciągłe czynnikiem, który może pozytywnie zaskoczyć rynek jest realizacja bardzo ambitnej strategii. Zakłada ona ROE na poziomie ponad 20% w 2012 roku. Bank nigdy dotąd nie zrealizował takiego poziomu rentowności. Jednocześnie w wycenie nie jest uwzględniony fakt, że bank może przy tym wypłacać wysokie dywidendy. Nie ograniczy to potencjału banku w zakresie zakładanego przez nas tempa wzrostu sumy bilansowej (a pośrednio również RWA). W przypadku słabszego od oczekiwanego przez bank tempa wzrostu, naszym zdaniem nie można wykluczyć w przyszłości dywidendy przekraczającej poziom rocznych zysków. Nie uwzględniamy jednak takiego scenariusza w wycenie. Zgodnie z oczekiwaniami, zarząd w kwietniu ogłosił rekomendację w zakresie wypłaty dywidendy. DPS'09 sięgnie 3,77 PLN, co przy obecnej wycenie rynkowej daje stopę dywidendy brutto na poziomie 5%, najwyższej w sektorze. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Wysoka dywidenda za 2009 rok

Zarząd Banku Handlowego proponuje przeznaczyć na wypłatę dywidendy kwotę 492,6 mln PLN z zysku 2009 roku, co daje 3,77 PLN/akcję. Proponowany termin ustalenia prawa do dywidendy to 5 lipca 2010 roku, a termin wypłaty 30 sierpnia. Stopa wypłaty ze skonsolidowanego zysku netto za 2009 rok sięga aż 98%. Przy obecnej wycenie rynkowej (81,9 PLN/akcję) daje to 4,6% stopy dywidendy brutto. Jest to najwyższy poziom spośród banków giełdowych. Jednocześnie poziom wypłaty jest nieco wyższy od naszych założeń (3,4 PLN/akcję) oraz konsensusu rynkowego (3,53 PLN/akcję). Podtrzymujemy pozytywną rekomendację.



ING BSK (Trzymaj)

Cena bieżąca: 755 PLN

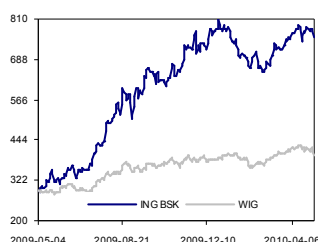
Cena docelowa: 749 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-07

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkow y	1 152,0	1 442,1	25,2%	1 539,3	6,7%	1 658,7	7,8%	Liczba akcji (mIn)	13,0
Marża odsetkow a	1,9%	2,2%		2,5%		2,5%		MC (cena bieżąca)	9 822,6
WNDB	2 060,5	2 488,3	20,8%	2 649,7	6,5%	2 847,6	7,5%	Free float	18,9%
Wynik operacyjny*	580,4	990,7	70,7%	1 116,4	12,7%	1 247,2	11,7%		
Zysk brutto	563,1	738,3	31,1%	840,7	13,9%	1 145,3	36,2%		
Zysk netto	445,4	595,1	33,6%	677,5	13,9%	923,1	36,2%		
ROE	11,1%	13,1%		13,0%		15,3%		Zmiana ceny: 1m	0,2%
P/E	22,1	16,5		14,5		10,6		Zmiana ceny: 6m	15,1%
P/BV	2,3	2,0		1,8		1,5		Zmiana ceny: 12m	148,4%
D/PS	11,7	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	810,0
Dyid (%)	1,5	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	300,0

* przed kosztami rezerw



Wyniki 4Q09 były poniżej naszych oczekiwań (121 mln PLN vs. prognoza 149 mln PLN). Bank zawiódł na poziomie operacyjnym (wynik przed rezerwami 218 mln PLN vs. prognoza 293 mln PLN). Uważamy, że część czynników mających wpływ na wyniki ostatniego kwartału ub.r. miały charakter jednorazowy. Oczekujemy istotnej poprawy wyników w 1Q10 (183 mln PLN zysku netto – prognoza DI BRE). Uważamy, że obecna wycena rynkowa dyskontuje już utrzymanie pozytywnego momentum w wynikach ING BSK. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj. Wzrost zaangażowanie zalecamy w wypadku korekty wyceny rynkowej.

Bank chce zwiększać akcję kredytową

Nowa prezes banku, M. Kołakowska, powiedziała, że dotychczas realizowana strategia, po objęciu przez nią kierownictwa bankiem, zostanie tylko zmodyfikowana. W dalszym ciągu ING BSK ma być mocnym bankiem depozytowym, jednak silniejszy akcent ma zostać położony na akcję kredytową. Celem banku jest wzrost po stronie kredytowej, szczególnie w kredytach hipotecznych. Bank nie chce aby portfel depozytów malał. Zmieni się zatem wskaźnik kredyty/depozyty (57% na koniec 2009). Prezes banku powiedziała również, że relacja odpisów do portfela kredytów nie powinna się w tym roku zwiększać, jednak rezerwy mogą rosnąć ze względu na oczekiwany wzrost portfela. Nasze założenia zakładają wzrost portfela kredytów o 6 – 7% w 2010 roku, po 19% wzroście w 2009 roku. Uważamy, że możemy zbyt konserwatywnie podchodzić do oceny szans wzrostu portfela w ING BSK. Jednak w dalszym ciągu portfel kredytów banku jest mocno zależny od segmentu korporacyjnego, a tam dane rynkowe wskazują na spadek portfela (zakładamy, że portfel kredytów przedsiębiorstw w sektorze wzrośnie nieznacznie, +3% R/R). Zakładamy również stabilizację relacji kredyty/depozyty w relacji do ubiegłego roku. Zakładamy, że koszty ryzyka sięgną 104 pb. średniego portfela kredytów netto, podczas gdy w 2009 roku było to 108 pb. Jednak przekłada się to na wzrost poziomu odpisów z 304 mln PLN do 329 mln PLN, właśnie przez wzrost portfela.

Uchwały ZWZA

ZWZA uchwaliło pozostawienie całego zysku za ubiegły rok na poczet kapitałów własnych, powołano dotychczasowy zarząd na nową kadencję oraz powołano nowych Członków Rady Nadzorczej. Do rady powołano: Brunona Bartkiewicza (poprzedni prezes ING BSK) oraz Césara Gonzáleza-Bueno (regionalnych manager na Europę w ING retail Banking Direct & International).



Kredyt Bank (Trzymaj)

Cena bieżąca: 15 PLN

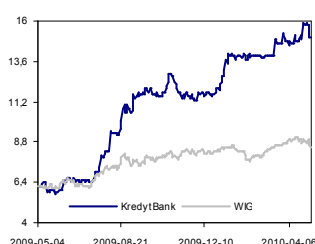
Cena docelowa: 15,3 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-07

(m ln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	1 059,9	1 061,2	0,1%	1 110,0	4,6%	1 174,5	5,8%	Liczba akcji (m ln)	271,7
Marża odsetkow a	3,2%	2,7%		2,8%		2,9%		MC (cena bieżąca)	4 074,9
WNDB	1 585,9	1 530,4	-3,5%	1 597,3	4,4%	1 699,0	6,4%	Free float	7,7%
Wynik operacyjny*	531,3	848,1	59,6%	651,5	-23,2%	700,2	7,5%		
Zysk brutto	421,1	46,7	-88,9%	161,0	245,1%	552,4	243,1%		
Zysk netto	324,9	34,6	-89,4%	128,8	272,7%	441,9	243,1%		
ROE	13,2%	1,3%		4,9%		15,0%		Zmiana ceny: 1m	1,3%
P/E	12,5	117,9		31,6		9,2		Zmiana ceny: 6m	27,3%
P/BV	1,5	1,6		1,5		1,3		Zmiana ceny: 12m	143,9%
D/PS	0,5	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	15,9
Dyild (%)	3,5	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	5,8

* przed kosztami rezerw



Wysokie rezerwy, których oczekiwaliśmy i zmaterializowały się w wynikach 4Q09, były wysoką ceną za agresywną politykę sprzedaży kredytów gotówkowych przez pośrednika finansowego Żagiel. Negatywnie oceniamy jakość portfela kredytowego Kredyt Banku. Obok wysokich rezerw 2009 rok przyniósł poprawę powtarzalnego wyniku operacyjnego przed rezerwami o 9%. Był to efekt niższych wydatków (-7% R/R), przy nieznacznej negatywnej dynamice przychodów (-2%). Nasza prognoza wyniku operacyjnego przed rezerwami zakłada poprawę o 12% w 2010 roku. Procesy restrukturyzacji wydatków z 2009 roku, pozwolą utrzymać poziom kosztów pod kontrolą (brak wzrostu), jednocześnie oczekujemy poprawy przychodów o 5%. Uważamy nasze prognozy za konserwatywne w świetle możliwości obniżenia bazy kosztowej bez negatywnego przełożenia na poziom przychodów, wynikające z wyłączenia z grupy kosztów administracyjnych Żagla. Ostrożne podejście jest jednak uzasadnione w świetle gorszego profilu ryzyka kredytowego banku na tle porównywalnych graczy. Uważamy, że rezerwy będą ciągle ciężarem dla Kredyt Banku w 1H'10. Bardziej optymistycznie patrzymy na wyniki 2H'10. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Lepsze wyniki w 1Q10

Prezes Kredyt Banku spodziewa się, że zysk netto, jaki bank osiągnie w 1Q10 będzie wyższy niż w 4Q09. Prezes podtrzymał, że rezerwy, jakie zawiąże bank w 1Q10, powinny być nie wyższe niż w 3 – 4Q09. Dodał, że bank utrzymywał w pierwszym kwartale koszty pod kontrolą. Bank zanotował również duże tempo wzrostu depozytów i wzrosty kredytów. Powiedział, że lepszą bazą porównawczą powinien być rok 2008. W całym 2009 roku zysk netto grupy Kredyt Banku wyniósł 34,6 mln PLN, a w 2008 roku 324,9 mln PLN. Powiedział, że powrót do zyskowności z 2008 roku może powrócić w przyszłym roku, wiele jednak zależy od sytuacji makroekonomicznej. Oczekujemy 47 mln PLN zysku netto w 1Q10 vs. 20 mln PLN w 4Q09. Zakładamy rezerwy na poziomie 126 mln PLN, zatem poniżej poziomów z trzeciego kwartału (wówczas 156 mln PLN). Koszty działania spadną naszym zdaniem istotnie, nie tylko na skutek procesów restrukturyzacyjnych, ale również dzięki sprzedaży Żagla z grupy. Zakładamy spadek kosztów o 16% R/R. Nasza prognoza zakłada więc dobre wyniki w banku. Naszym zdaniem na odbudowę dochodowości z 2008 roku, trzeba poczekać do 2011 roku (nasza prognoza zysku netto 442 mln PLN).

Powołanie członka zarządu

Rada Nadzorcza banku powołała Zbigniewa Kudasia w skład zarządu jako Chief Operating Officer, odpowiedzialnego m.in. za nadzór, zarządzanie i koordynację działań w obszarach rozwoju produktów, operacji bankowych i pionu IT. W latach 1998-2004 pełnił funkcję wiceprezesa zarządu GE Banku Mieszkaniowego, gdzie zarządzał pionem sprzedaży i marketingu, a od 2004 do 2009 roku jako członek zarządu Banku Millennium odpowiadał za pion bankowości hipotecznej i consumer finance, a także nadzorował departamenty prawny i centralnych zakupów. Wzmocnienie składu zarządu, osłabionego po odejściu Lidii Jabłonowskiej - Luby. Mamy nadzieję, że powołanie członka zarządu odpowiedzialnego za produkty, pomoże zwiększyć sprzedaż w Kredyt Banku.

Zwołanie ZWZA

Bank zwołał Zwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy na 26 maja br. Zgodnie z wcześniejszymi rekomendacjami, ZWZA ma przegłosować pozostawienie zysku za ub.r. w banku.



Millennium (Akumuluj)

Cena bieżąca: 4,62 PLN

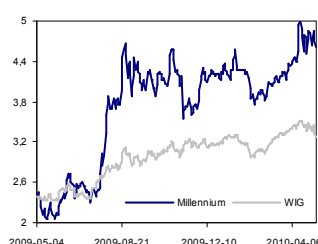
Cena docelowa: 5,31 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-27

(m ln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	1 135,1	691,1	-39,1%	998,9	44,5%	1 139,4	14,1%	Liczba akcji (m ln)	1 213,1
Marża odsetkow a	2,9%	1,5%		2,1%		2,3%		MC (cena bieżąca)	5 604,6
WNDB	1 827,5	1 434,2	-21,5%	1 744,7	21,6%	1 956,9	12,2%	Free float	26,3%
Wynik operacyjny*	657,0	431,0	-34,4%	693,9	61,0%	837,0	20,6%		
Zysk brutto	521,8	1,9	-99,6%	370,3	19639,9%	656,6	77,3%		
Zysk netto	413,5	1,5	-99,6%	295,3	19639,9%	523,6	77,3%		
ROE	15,5%	0,1%		8,6%		12,1%		Zmiana ceny: 1m	5,0%
P/E	9,5	2 622,5		19,0		10,7		Zmiana ceny: 6m	14,1%
P/BV	1,4	1,4		1,4		1,2		Zmiana ceny: 12m	94,9%
D/PS	0,2	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	5,0
Dyid (%)	4,1	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,1

* przed kosztami rezerw



Solidne wyniki 1Q10 wskazują na trwałą odbudowę dochodowości w Banku Millennium. Dalsza poprawa wyników zależeć będzie przede wszystkim od: (i) poprawy kosztu finansowania, (ii) spadku rezerw, (iii) rosnących wolumenów nowej sprzedaży kredytów. Wszystkie te czynniki powinny się poprawiać w kolejnych kwartałach, choć tempo poprawy będzie już znacznie wolniejsze niż w ostatnim czasie. Pozytywna jest również zakończona w lutym br. emisja, w której bank pozyskał 1 mld PLN nowego kapitału. Współczynnik wypłacalności wzrósł do 14,95%. Uważamy, że uzasadnia to wypłatę dywidendy o rok wcześniej (z zysków za 2011 rok) niż zakładaliśmy poprzednio (z zysków za 2012 rok). Zalecamy akumulowanie walorów.

Solidne wyniki 1Q10 potwierdzają odbudowę dochodowości

Wynik netto na poziomie 68 mln PLN był 15% powyżej naszej prognozy (59 mln PLN) i konsensusu rynkowego (60 mln PLN, PAP). Decydującym czynnikiem były niższe niż oczekiwane odpisy na ryzyko kredytowe (83 mln PLN vs. 89 mln PLN w prognozie). Na poziomie wyniku operacyjnego przed kosztami rezerw wynik był o niespełna 4% powyżej naszych oczekiwań. Wpływ na to miał nieco niższy poziom wydatków (255 mln PLN vs. prognoza 262 mln PLN). Na poziomie wyniku na działalności bankowej wynik był zgodny z oczekiwaniami (422 mln PLN vs. 420 mln PLN prognozy). Wynik operacyjny poprawił się o 18% R/R. Uważamy, że poprawa dochodowości (przychody do średnich aktywów wzrosły do 3,8% z 3,2% w całym 2009 roku) ma trwały charakter. In plus postrzegamy fakt, że zostało to osiągnięte na bazie wyniku odsetkowego i prowizyjnego. Łączny wynik poprawił się o ponad 24% R/R co doprowadziło do wzrostu wyniku na działalności bankowej o 6% R/R. Wynik handlowy znajduje się pod presją ze względu na spadek zmienności na rynkach finansowych vs. 1H'09, brak zdarzeń jednorazowych oraz zaprzestanie sprzedaży kredytów walutowych. In plus w wynikach za 1Q10 odznaczyły się odpisy na kredyty nieregularne. Sięgnęły one 83 mln PLN vs. nasza prognoza 89 mln PLN. Zarząd w wypowiedziach do prasy wyrażał nadzieję, że rezerwy w całym 2010 roku nie przekroczą 1% portfela kredytów (rozumiemy to jako średni poziom kredytów netto). W 1Q10 sięgnęły one dokładnie 1%. Zarząd banku zadeklarował, że w 1Q10 nie odnotowano istotnych nowych przypadków pogarszania się sytuacji w obszarze klientów korporacyjnych. Poziom zagrożonych kredytów obniżył się zarówno w segmencie leasing'u (-29 mln PLN), jak i pozostałych kredytach dla przedsiębiorstw (-43 mln PLN). Mimo to w segmencie przedsiębiorstw utworzono 40,6 mln PLN rezerw, co przypisujemy konieczności dotworzenia odpisów na kredyty nieregularne wykazywane wcześniej (m.in. 13 mln PLN zostało utworzone w poczet problemu opcji walutowych). Wraz z gasnącym wpływem opcji walutowych, stabilizacji przyrostu portfela kredytów nieregularnych w segmencie przedsiębiorstw oraz poprawie kondycji finansowej klientów banków, odpisy w tym obszarze powinny maleć. W 1Q10 znalazły się na poziomie 1,9% średniego portfela kredytów netto w tym obszarze. Zakładamy, że większość z prognozowanych przez nas na 2010 rok rezerw zostanie utworzona w segmencie detalicznym (prawie 200 mln PLN). Wskaźnik NPL/kredyty brutto wzrósł do poziomu 6% z 5,9% przed kwartałem, mimo że skala wzrostu należności nieregularnych była niewielka (24 mln PLN). Wzrost nastąpił przede wszystkim z uwagi na efekty bazowe (spadek portfela kredytów na skutek umocnienia złotówki). Portfel kredytów spadł o 1,5% Q/Q oraz 9% R/R. Bank uzasadnia to głównie wpływem umacniającej się złotówki, szacując, że czynnik ten odjął 8,6 pp. z dynamiki rocznej oraz 1,5 pp. z dynamiki kwartalnej. Wyłączając ten czynnik widzimy stagnację z rozwoju portfela kredytowego. Po stronie depozytów, bank utrzymał poziom portfela na praktycznie niezmiennych poziomach w relacji do końca 2009 roku. Uważamy jednak, że w kolejnych kwartałach stanie się on beneficjentem poprawiającej się kondycji finansowej przedsiębiorstw, które już obecnie zwiększają poziom oszczędności.

Dodatkowe komentarze po wynikach

Bank Millennium spodziewa się w kolejnych kwartałach stabilizacji marży odsetkowej. Ocenia jednocześnie, że rezerwy na nieregularne kredyty, nie powinny przekroczyć 1% portfela kredytowego o ile nie wydarzy się nic nadzwyczajnego. Bank nie zanotował w 1Q10 istotnego pogorszenia jakości portfela korporacyjnego, a portfel detaliczny stabilizuje się. Bank spodziewa się w kolejnych miesiącach utrzymania trendu wzrostu akcji kredytowej w segmencie firm. W kredytach hipotecznych udział w nowej sprzedaży szacowany jest na 3,3%, a bank chce mieć 5% udziału w rynku. Na przeszkodzie rosnącej marży odsetkowej może stać WIBOR, który w ostatnich tygodniach mocno spadł (presja na marżę na rachunkach bieżących, presja na depozyty terminowe). Przy ograniczonym potencjale do dalszego wzrostu marży kredytowej (nowa sprzedaż odbywa się już przy niższych cenach niż w ubiegłym roku), zahamowaniu ulegnie poprawa marży depozytowej. Zwracamy jednak uwagę, że Millennium w dalszym ciągu ma ujemną marżę depozytową. Uważamy, że istnieje potencjał do jej poprawy w przyszłości wraz ze zmianą oferty Millennium. Z kolei w przyszłym roku oczekujemy poprawy marży odsetkowej netto ze względu na wzrost rynkowych stóp procentowych.

Fitch obniżył perspektywę ratingu do negatywnej, potwierdził ratingi

Fitch Ratings obniżył perspektywę ratingu podmiotu dla Banku Millennium do negatywnej ze stabilnej. Jednocześnie wszystkie ratingi dla Banku Millennium zostały potwierdzone: rating podmiotu na poziomie A, rating krótkoterminowy na poziomie F1, rating indywidualny na poziomie C/D i rating wsparcia na poziomie 1. Zmiana perspektywy ratingu podmiotu dla BM odzwierciedla zmianę perspektywy ratingu podmiotu dla Millennium BCP. Rating podmiotu ("IDR"), rating wsparcia i rating krótkoterminowy dla BM odzwierciedlają bardzo wysokie prawdopodobieństwo wsparcia, jakie bank mógłby otrzymać, gdyby było to potrzebne, od swojego inwestora strategicznego posiadającego rating "A+" z perspektywą Negatywną. Rating indywidualny odzwierciedla wyzwania związane ze zmianą modelu biznesowego banku i przywróceniem satysfakcjonującego poziomu rentowności, pogorszenie jakości portfela kredytowego oraz uzależnienie od rynku hurtowego w obszarze zabezpieczania strukturalnej pozycji walutowej. Odzwierciedla również zdolność banku do przezwyciężenia negatywnego wpływu warunków zewnętrznych na model biznesowy w pierwszych miesiącach ubiegłego roku przy stosunkowo niewielkim wsparciu spółki matki oraz zakończone sukcesem w lutym 2010 podniesienie kapitału. Uwzględnia również strategiczne zmiany w zakresie apetytu na ryzyko i pozycję banku na rynku depozytów. Oczekujemy stopniowej poprawy sytuacji w Millennium.

Bank zwraca opłaty za ubezpieczenie pomostowe

Bank Millennium uznał reklamacje klientów dotyczące negatywnego rozpatrzenia wniosków o zwrot nadpłaconego ubezpieczenia pomostowego. Millennium był w zasadzie jedynym dużym bankiem, który nie zgadzał się na zwrot części składki za okres przed wpisem wyroku sądu w tej sprawie do rejestru klauzul zakazanych. Klienci w całym sektorze mogli nadpłacić nawet 250 mln PLN z tytułu składek na ubezpieczenia pomostowe. Nie jest to czynnik, który mógłby w długim terminie ograniczyć przychody banku.



Pekao (Trzymaj)

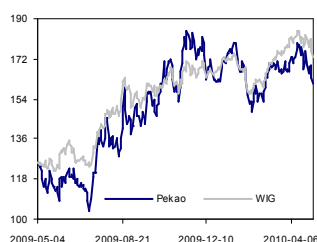
Cena bieżąca: 161,3 PLN Cena docelowa: 175,7 PLN

Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-05

(m ln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	4 509,5	3 802,3	-15,7%	4 313,5	13,4%	4 660,1	8,0%	Liczba akcji (mln)	262,3
Marża odsetkow a	3,5%	2,9%		3,2%		3,3%		MC (cena bieżąca)	42 313,9
WNDB	7 578,2	7 062,6	-6,8%	7 552,6	6,9%	8 131,2	7,7%	Free float	40,7%
Wynik operacyjny*	4 535,0	3 466,0	-23,6%	3 805,9	9,8%	4 267,2	12,1%		
Zysk brutto	4 346,0	2 997,7	-31,0%	3 305,9	10,3%	3 920,4	18,6%		
Zysk netto	3 528,0	2 412,0	-31,6%	2 661,0	10,3%	3 157,4	18,7%		
ROE	23,0%	14,1%		14,3%		16,2%		Zmiana ceny: 1m	-5,3%
P/E	12,0	17,5		15,9		13,4		Zmiana ceny: 6m	1,5%
P/BV	2,7	2,3		2,2		2,1		Zmiana ceny: 12m	32,2%
D/PS	9,6	0,0		2,9		8,1		Max (52 tyg.)	184,6
Dyild (%)	6,0	0,0		1,8		5,0		Min (52 tyg.)	103,9

* przed kosztami rezerw



Bank zanotował solidne wyniki za 2009 rok (2,4 mld PLN zysku netto), ma jeden z najwyższych współczynników wypłacalności w sektorze (16,2%, Tier I) oraz posiada znaczne nadwyżki płynności (kredyty/depozyty 82%). ROE'09 zgodnie z oczekiwaniami sięgnęło 14%. Stawia to Pekao w gronie najbardziej zyskownych, bezpiecznych i efektywnych podmiotów na rynku. Obok niego jest PKO BP (oczekujemy 14% ROE) oraz BZ WBK, który wyprzedził dwa największe podmioty na rynku osiągając ROE'09 16%. Będąc w czołówce w zakresie efektywności, dalszy wzrost wyników w coraz większym stopniu zdeterminowany jest przez wzrost wolumenów. Zakładamy wzrost wolumenów w Pekao zgodnie z dynamikami rynkowymi, choć zarząd po raz pierwszy od długiego czasu zadeklarował chęć przebicia rynku pod tym względem. Negatywnie odebraliśmy deklarację zarządu w zakresie dywidendy z zysków za 2009 rok (2,9 PLN/akcję vs. nasze oczekiwanie 7,36 PLN/akcję). Uchwały w tej sprawie mają zapaść na ZWZA zwołanym na 28 kwietnia br. Jednym z argumentów za niską wypłatą może być chęć akwizycji aktywów w najbliższym czasie. Nie widzimy podstaw do zmiany oceny banku Pekao. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Zmiany w składzie rady nadzorczej

Z funkcji członka rady nadzorczej Pekao zrezygnował Pan Paolo Fiorentini. Jednocześnie bank podał nowych kandydatów na członków. Są to: Pan Serio Ermotti (Zastępca Prezesa Grupy UniCredit) oraz Pan Robert Nicastro (Zastępca Prezesa Grupy UniCredit).

Uchwały ZWZA

ZWZA zatwierdziło sprawozdania za rok ubiegły, wypłatę dywidendy, której poziom jest zgodny z komunikowanym wcześniej przez zarząd oraz powołało na nową kadencję zarządu banku w niezmiennym składzie. Bank wypłaci 2,9 PLN/akcję. Dzień prawa do dywidendy ustalono na 17 maja, wypłata ma nastąpić 1 czerwca. Akcje będą notowane bez dywidendy na sesji 13 maja.



PKO BP (Trzymaj)

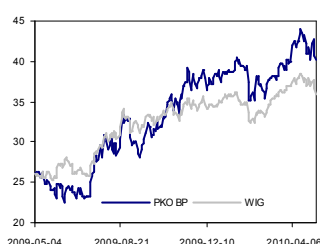
Cena bieżąca: 40,12 PLN Cena docelowa: 40,1 PLN

Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-17

(m ln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	6 127,3	5 051,2	-17,6%	6 224,4	23,2%	6 824,2	9,6%	Liczba akcji (mln)	1 250,0
Marża odsetkow a	5,0%	3,5%		3,8%		3,7%		MC (cena bieżąca)	50 150,0
WNDB	9 096,7	8 607,0	-5,4%	9 636,9	12,0%	10 446,9	8,4%	Free float	48,8%
Wynik operacyjny*	5 092,1	4 624,0	-9,2%	5 462,2	18,1%	6 168,3	12,9%		
Zysk brutto	3 977,3	2 943,3	-26,0%	3 924,9	33,4%	5 461,6	39,2%		
Zysk netto	3 120,7	2 305,5	-26,1%	3 100,7	34,5%	4 314,7	39,2%		
ROE	24,1%	13,4%		14,5%		18,2%		Zmiana ceny: 1m	-4,2%
P/E	12,9	21,8		16,2		11,6		Zmiana ceny: 6m	15,1%
P/BV	2,9	2,5		2,3		2,0		Zmiana ceny: 12m	52,8%
D/PS	1,1	1,0		0,8		1,2		Max (52 tyg.)	43,9
Dyild (%)	2,7	2,5		2,0		3,1		Min (52 tyg.)	22,6

* przed kosztami rezerw



Obok zgodnych z oczekiwaniami wynikami za 4Q09 (516 mln PLN vs. prognoza DI BRE Banku 525 mln PLN), w ostatnim czasie bank opublikował strategię na lata 2010—2012. Jej główne konkluzje to: (i) dwucyfrowy wzrost wolumenów (CAGR'12/09 dla aktywów 9%, dla kredytów 11%, dla depozytów 9%), (ii) zysk netto powyżej 4 mld PLN i przychody powyżej 11 mld PLN, (iii) ROE powyżej 16% i C/I poniżej 45%. Uważamy te cele za „plan minimum”. W zakresie wolumenów pozostajemy nieznacznie poniżej planów zarządu, jednak oczekujemy prawie 4,9 mld PLN skonsolidowanego zysku netto w 2012 roku, przy ROE na poziomie 18,4%. Konsensus rynkowy dla zysku na 2012 rok sięga 4,6 mld PLN. Rynek podchodzi zatem bardziej optymistycznie do perspektyw poprawy wyników w banku w relacji do zarządu. Konsensus na 2010 rok zakłada 2,99 mld PLN zysku netto (prognoza DI BRE Banku 3,1 mld PLN), co przekłada się na średni poziom kwartalnego zysku na poziomie ok. 0,75 mld PLN. Uważamy, że obecnie trudno będzie o pozytywne niespodzianki. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Zarząd PKO BP chce wypłacić 0,8 PLN/akcję dywidendy za 2009 rok

Zarząd PKO BP zamierza wypłacić 1 mld PLN dywidendy z zysku za 2009 rok, co daje 0,8 PLN/akcję. Wcześniej zarząd spółki zapowiadał, że zamierza utrzymywać politykę wypłaty dywidendy na poziomie 40% jednostkowego zysku netto. W 2009 roku jednostkowy zysk netto PKO BP wyniósł 2,43 mld PLN. Stopa wypłaty ze skonsolidowanego zysku netto (2,3 mld PLN) sięga 43%. Przy obecnej wycenie rynkowej (42,59 PLN/akcję) daje to stopę dywidendy brutto na poziomie 1,9%, zatem nie ma istotnego przełożenia na kurs akcji. Jest to jednocześnie nieco poniżej naszych oczekiwań (1 PLN/akcję) oraz oczekiwań rynku (konsensus 1,13 PLN/akcję). Naszym zdaniem należy poczekać do ZWZA, gdzie akcjonariusze zadecydują o ostatecznej skali wypłaty.

Emisja Euroobligacji

Organizatorami emisji euroobligacji PKO BP zostali HSBC, Societe Generale i PKO BP. Bank rozważa pozyskanie co najmniej 500 mln EUR. Ostateczna wartość emisji zależeć będzie od warunków rynkowych. Prezes PKO BP informował wcześniej, że bank planuje emisję euroobligacji o wartości 750 mln - 1 mld EUR, aby zapewnić finansowanie kredytów denominowanych w EUR. Okres zapadalności tych euroobligacji miał być nie krótszy niż 3 lata. Informacja zapowiadana wcześniej. W naszych prognozach wyników finansowych dla PKO BP uwzględniamy emisję 750 mln EUR.

KNF wyraziła zgodę na powołanie Zbigniewa Jagiełły na prezesa PKO BP

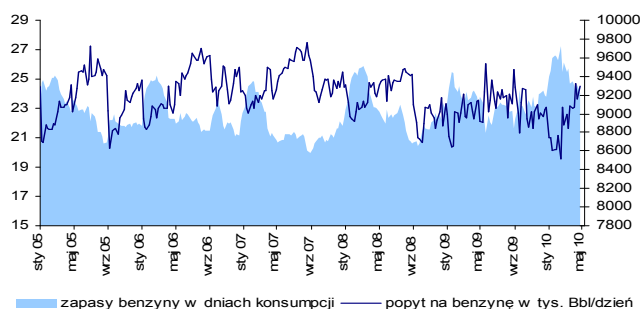
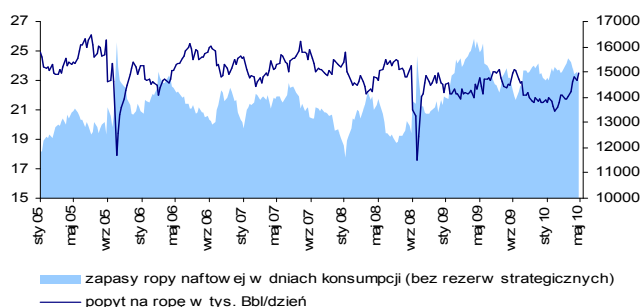
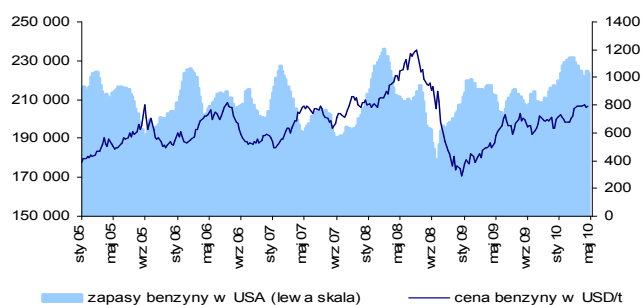
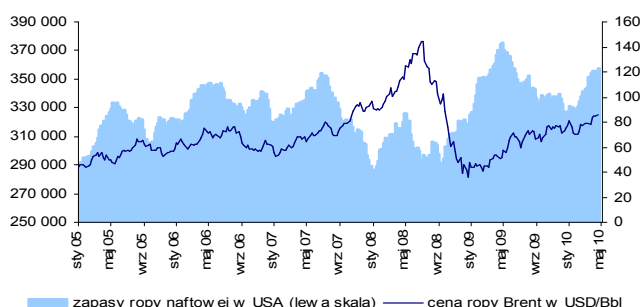
KNF podjęła decyzję o powołaniu na stanowisko prezesa PKO BP Zbigniewa Jagiełły.

Paliwa, chemia

Dalszy wzrost produkcji w rafineriach

Kwiecień przyniósł dalszy wzrost aktywności amerykańskich rafinerii, które zwiększyły wskaźnik wykorzystania mocy średnio o 5 punktów procentowych w ujęciu m/m osiągając poziom ostatni raz notowany w sierpniu 2008. Decyzje o wyższej produkcji to efekt bardzo dobrych odczytów dotyczących konsumpcji benzyny, która w związku z otwarciem sezonu transportowego systematycznie rośnie (+2,4% m/m) i od kilku tygodni implikuje dodatnie dynamiki w ujęciu r/r. Nieco gorzej prezentuje się rynek diesla, na którym nadal nie zanotowano istotnego odbicia popytu (konsumpcja w relacji do marca nawet spadła o 3,9%). W przypadku tego paliwa zanotowaliśmy jednak w ostatnich tygodniach poprawę cracków, co może mieć związek z wyższym popytem obserwowanym w innych regionach świata. Nadal jednak mamy duże wątpliwości, co do utrzymania się obecnych poziomów marż w rafineriach, szczególnie w kontekście tak dynamicznego wzrostu podaży (przypominamy, że w ostatnim roku znaczna część mocy została tymczasowo wyłączona).

Zapasy ropy i benzyny w USA



Źródło: opracowanie DI BRE na podstawie Departamentu Energii



Ciech (Akumuluj)

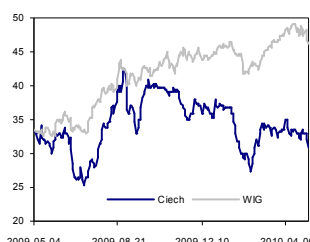
Cena bieżąca: 31 PLN

Cena docelowa: 39,2 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-17

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 787,1	3 685,8	-2,7%	3 962,3	7,5%	4 332,3	9,3%	Liczba akcji (mIn)	28,0
EBITDA	449,9	400,2	-11,1%	461,0	15,2%	513,6	11,4%	MC (cena bieżąca)	868,0
marża EBITDA	11,9%	10,9%		11,6%		11,9%		EV (cena bieżąca)	2 444,4
EBIT	246,7	171,2	-30,6%	233,0	36,1%	273,9	17,5%	Free float	35,6%
Zysk netto	-41,9	-56,8	35,5%	71,2		112,8	58,4%		
P/E				12,2		7,7		Zmiana ceny: 1m	-11,2%
P/CE	5,4	5,0		2,9		2,5		Zmiana ceny: 6m	-21,4%
P/BV	1,0	1,0		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	-3,7%
EV/EBITDA	5,6	6,1		5,3		4,7		Max (52 tyg.)	42,7
Dyid (%)	6,7	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	25,4



Kurs akcji Ciechu mimo ostatecznego podpisania porozumienia z bankami zachowywał się w kwietniu słabo i inwestorzy przede wszystkim zwrócili uwagę na zapis zobowiązujący Spółkę do redukcji zadłużenia o 400 mln PLN w perspektywie roku. W naszej opinii umowa z kredytodawcami porządkuje sytuację Grupy i pozwoli Zarządowi na skupienie się na działaniach optymalizacyjnych w innych obszarach działalności. Wyniki za 1Q nie zapowiadają się co prawda optymistycznie, ale obserwowane obecnie osłabienie złotego przy zamkniętych już transakcjach opcyjnych powinno wspierać rentowność w kolejnych kwartałach. W tym kontekście podtrzymujemy pozytywną rekomendację.

Podpisanie umowy na refinansowanie długu

Ciech podpisał z konsorcjum banków (PKO BP, Bank Handlowy, BRE Bank, Pekao SA, ING Bank Śląski, Bank Millennium oraz DNB Nord Polska) umowę na udzielenie spółce kredytu w wysokości 1,34 mld PLN, z którego refinansowane będzie pozostałe zadłużenie spółki, w tym wynikające ze struktur opcyjnych. Jednocześnie Ciech zobowiązał się do zmniejszenia zadłużenia o 400 mln PLN w terminie do 1 marca 2011.

Zbycie akcji Azotów Tarnów

Ciech poinformował o zbyciu 22 kwietnia 2010 roku 2,56 mln akcji Azotów Tarnów. Po przeprowadzeniu transakcji Ciech nie posiada już walorów Azotów Tarnów. Cena sprzedaży wyniosła 16,25 PLN, zaś wpływy ze sprzedaży to 41,6 mln PLN.

Rozwiązanie transakcji opcyjnych z Bankiem Handlowym

Zarząd Spółki poinformował, iż w dniu 29 kwietnia 2010 roku zostały przedterminowo rozwiązane wszystkie czynne transakcje opcyjne zawarte pomiędzy Spółką a Bankiem Handlowym w Warszawie z terminami zapadalności od 29.04.2010 do 5.08.2010. Na dzień rozwiązania, zobowiązanie wynikające z negatywnej wyceny powyższych instrumentów zabezpieczających wynosi około 17 mln PLN. Ponadto w okresie od 14.08.2009 do 20.04.2010 nastąpiło rozliczenie wszystkich transakcji opcyjnych, których daty realizacji przypadały w okresie obowiązywania Umowy o Utrzymaniu Status Quo. Kwota należna Bankowi Handlowemu, wynikająca z rozliczanych transakcji uległa odroczeniu (około 43,5 mln PLN). Aktualnie Ciech nie jest stroną żadnych czynnych transakcji opcyjnych z Bankiem Handlowym.



Lotos (Redukuj)

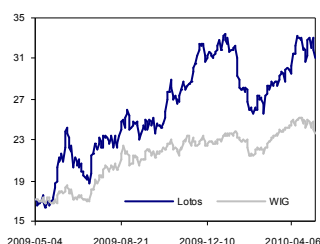
Cena bieżąca: 31,1 PLN

Cena docelowa: 26,5 PLN

Analitik: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-07

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	16 294,7	14 320,5	-12,1%	17 438,7	21,8%	23 976,6	37,5%	Liczba akcji (mln)	129,9
EBITDA	169,2	724,1	328,0%	805,9	11,3%	1 438,6	78,5%	MC (cena bieżąca)	4 039,1
marża EBITDA	1,0%	5,1%		4,6%		6,0%		EV (cena bieżąca)	10 332,7
EBIT	-145,8	424,2		457,1	7,8%	662,0	44,8%	Free float	36,0%
Zysk netto	-453,9	883,3		391,6	-55,7%	576,0	47,1%		
P/E		4,6		10,3		7,0		Zmiana ceny: 1m	2,7%
P/CE		3,4		5,5		3,0		Zmiana ceny: 6m	13,4%
P/BV	0,7	0,6		0,6		0,5		Zmiana ceny: 12m	86,2%
EV/EBITDA	42,2	13,0		12,8		8,0		Max (52 tyg.)	33,5
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	16,3



Akcje Lotosu w kwietniu zachowywały się znacznie lepiej od indeksu WIG20, co można przede wszystkim wiązać z pozytywnym trendem na notowaniach ropy naftowej. Inwestorzy być może oczekują też w najbliższych kwartałach efektów finansowych programu inwestycyjnego 10+. Wiele wskazuje jednak na to, że przy obecnym otoczeniu rynkowym zwiększenie mocy przerobowych przełoży się na wyniki dopiero w końcówce roku. Dodatkowo zauważamy rosnące ryzyko korekty marż rafineryjnych w związku z szybkim zwiększaniem wykorzystania mocy w rafineriach. Ważnym negatywnym parametrem dla wyników Lotosu może być również osłabiający się złoty z uwagi na konieczność przeszacowania ponad 1,5 mld USD kredytu. Utrzymujemy rekomendację redukuj.

Planowana sprzedaż zapasów obowiązkowych

Według nieoficjalnych doniesień prasowych Lotos zamierza dokonać sprzedaży części zapasów obowiązkowych według modelu zastosowanego ostatnio przez Orlen. Wartość zapasów obowiązkowych zgromadzonych przez Lotos przekracza obecnie 2 mld PLN. Transakcja sprzedaży tych rezerw wg. modelu Orlenu ma jednak neutralny charakter z punktu widzenia wyceny Spółki, a obniżenie długu netto ma charakter wyłącznie księgowy.

Projekt wspólnej budowy elektrociepłowni

Grupa Lotos i Energa podpisały umowę dotyczącą opracowania dokumentacji projektu budowy elektrociepłowni zasilanej pozostałościami po przerobie ropy naftowej. Wartość potencjalnej inwestycji szacowana jest na 400 mln EUR. Do uruchomienia elektrociepłowni może dojść pod koniec 2014 roku. Zgodnie z wypowiedziami przedstawicieli Lotosu moc elektryczna nowego zakładu, którego powstanie planuje się na terenie gdańskiej rafinerii, to maksymalnie 250 MW. Wybudowanie elektrociepłowni na terenie rafinerii ma pozwolić Lotosowi na wykorzystanie ciężkich pozostałości z przerobu ropy naftowej i zapewnić dostawę energii do nowej rafinerii.



PGNiG (Kupuj)

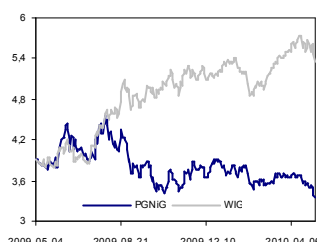
Cena bieżąca: 3,35 PLN

Cena docelowa: 4,32 PLN

Analitik: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-24

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	18 432,0	19 290,4	4,7%	20 751,9	7,6%	21 034,5	1,4%	Liczba akcji (mln)	5 900,0
EBITDA	2 225,6	2 830,0	27,2%	4 082,7	44,3%	3 935,7	-3,6%	MC (cena bieżąca)	19 765,0
marża EBITDA	12,1%	14,7%		19,7%		18,7%		EV (cena bieżąca)	21 507,9
EBIT	800,7	1 333,8	66,6%	2 504,4	87,8%	2 177,2	-13,1%	Free float	15,0%
Zysk netto	865,3	1 202,0	38,9%	2 028,9	68,8%	1 706,6	-15,9%		
P/E	22,8	16,4		9,7		11,6		Zmiana ceny: 1m	-9,0%
P/CE	8,6	7,3		5,5		5,7		Zmiana ceny: 6m	-4,3%
P/BV	1,0	0,9		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	-13,0%
EV/EBITDA	8,7	7,3		5,3		5,8		Max (52 tyg.)	4,6
Dyid (%)	5,7	0,8		2,4		4,1		Min (52 tyg.)	3,4



Osłabiający się złoty względem dolara i brak rozstrzygnięcia toczącego się postępowania taryfowego to prawdopodobnie główne czynniki obciążające kurs PGNiG w ostatnich tygodniach. Paradoksalnie jednak wyższy kurs USD/PLN może obecnie stanowić mocniejszy argument Spółki w negocjacjach z URE. Dodatkowo perspektywa bardzo dobrych wyników 1Q'10 oraz sygnalizowana możliwość uzyskania rabatu w kontrakcie jamalskim już w tym roku, powinny poprawiać sentyment wokół gazowego koncernu. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Możliwa emisja obligacji na zakup Energi

PGNiG nie wyklucza, że jeśli wygra przetarg na zakup koncernu Energa to zdecyduje się na większą emisję obligacji, której wartość w tym momencie szacuje na 4 mld PLN. Pojawiające się w prasie szacunki, iż koncern Energa jest wart około 10 mld PLN wydają się przesadzone. Nie znamy jeszcze pełnych wyników za 2009 rok, ale według naszych szacunków opartych o wycenę ENEI i PGE wartość tej grupy energetycznej powinna oscylować wokół 7-8 mld PLN. Kierunek akwizycji uważamy za słuszny, ale oczywiście najważniejsza będzie cena ewentualnej transakcji.

Przygotowania do wejścia Spółki na europejski rynek spot

Spółka chce podjąć rozmowy z Gazpromem o możliwości reeksportu gazu. Zakłada, że na przełomie lat 2011-2012 powstaną pierwsze gazociągi łączące nasz system z europejskim systemem gazowym. Dzięki temu Polska Spółka będzie mogła rozpocząć działalność na międzynarodowym rynku. Najpóźniej w 2011 roku PGNiG powoła spółkę tradingową w pełni od siebie zależną. Na razie trzeba jednak poczekać na podpisanie międzynarodowej umowy gazowej.

Aneks z Policami

PGNiG i ZCH Police po raz kolejny zawarły porozumienie w formie aneksu do umów podpisanych w grudniu. Wynika z niego, że Police mają spłacić zaległe zobowiązania (prawie 134 mln PLN wraz z odsetkami) za dostarczony gaz do końca czerwca. Wierzyciel jednocześnie liczy, że zaległości z ostatnich miesięcy (44,7 mln PLN) miały spłynąć do Spółki w terminie, czyli do końca kwietnia. Jednocześnie szefowie gazowej firmy zapowiedzieli, że jeżeli Police nie spełnią choć jednego z zapisów aneksu, to wszystkie uzgodnienia tracą ważność.

Negocjacje w sprawie cen gazu

PGNiG liczy na obniżenie cen rosyjskiego gazu jeszcze w tym roku. Negocjacje w tej sprawie miałyby się rozpocząć już pod koniec maja. Dotyczyłyby one zmiany sposobu naliczania cen surowca. PGNiG chce aby ceny sprzedawanego przez Rosjan gazu opierały się w 15% na cenach spotowych gazu, a 85% na cenach kontraktów terminowych na ropę naftową. Obecnie ceny za gaz ustalane są na podstawie cen ropy naftowej w kontraktach terminowych. Ceny zakupu gazu od Rosjan są przez to znacznie wyższe od tych, jakie mają miejsce na rynku spot (gazu). Wcześniej szefowie PGNiG planowali rozpoczęcie rozmów jeszcze w kwietniu, ale przesuwają się negocjacje na szczeblu rządowym (mają się one odbyć na przełomie kwietnia i maja). Oszczędności związane ze zmianą zasad nad ustalaniem cen gazu wyniosłyby 80 mln USD rocznie.

Koncesje na gaz z łupków

PGNiG ma 11 koncesji na poszukiwanie gazu z łupków. Tereny są zlokalizowane w okolicy Gdańska, Warszawy i na Lubelszczyźnie. Spółka nie wyklucza pozyskania kolejnych koncesji.

Plany wydobywania w Norwegii

PGNiG planuje wydobywać w Norwegii 0,5 mln ton ropy naftowej i 0,4 mld m³ gazu rocznie.

Wydobycie ma ruszyć w drugiej połowie 2011 roku. Jak na razie stopień zaawansowania prac wynosi około 80%. Ropa wydobywana w ramach projektu będzie sprzedawana na rynku międzynarodowym. Gaz natomiast znajdzie swoje miejsce przeznaczenia w Niemczech. Niewykluczone jednak, aby gaz przesyłać również do Polski. W tym roku PGNiG planuje jeszcze wziąć udział w norweskiej rundzie koncesyjnej APA 2010. W 2010 roku Spółka chciałaby nabyć kolejne 3 koncesje poszukiwawcze na szelfie norweskim, najchętniej na Morzu Północnym i Norweskim. Rozstrzygnięcie rundy negocjacyjnej powinno nastąpić pod koniec bieżącego roku lub na początku roku kolejnego.

Zmiany w akcjonariacie EuRoPol Gazu

Mirosław Dobrutut zrezygnował ze stanowiska wiceprezesa PGNiG ds. gazownictwa i handlu, aby objąć posadę prezesa EuRoPol Gazu. Jego zadaniem będzie przygotowanie wyjścia spółki Gas Trading z akcjonariatu EuRoPol Gazu. Jedną z pierwszych decyzji będzie wybór firmy, która wyceni pakiet 4% udziałów EuRoPol Gazu, należący do Gas Trading. Według rosyjskiej prasy cała spółka jest warta około 1 mld USD, co daje wycenę pakietu na poziomie około 40 mln USD (w bilansie PGNiG należący do koncernu pakiet jest wyceniony jednak na 539 mln PLN). W wyniku zmian PGNiG i Gazprom będą miały po 50% udziału w spółce. Nie wiadomo jeszcze, czy PGNiG i Gazprom kupi udziały Gas Trading, czy też zajmie się tym EuRoPol Gaz. Z nieoficjalnych wiadomości wynika, że drugi ze scenariuszy jest bardziej prawdopodobny.

PGNiG coraz bliżej emisji obligacji

Wiceprezes PGNiG informuje, że spółka jest już bliska załatwienia formalności w związku z planowaną emisją obligacji za 3 mld PLN. W pierwszym etapie spółka planuje emisję obligacji za 1,5 mld PLN. Po emisji obligacji zadłużenie PGNiG się nie zmieni, bo pozyskane środki zostaną przeznaczone na wcześniejszą spłatę linii kredytowych. Termin spłaty kredytów przypada na 27 lipca 2010 roku. PGNiG planuje też emisję euroobligacji za nawet ponad 0,5 mld EUR. Do emisji miałyby dojść w Q4 2010 lub Q1 2011. Pozyskane środki przeznaczone byłyby na inwestycje. Emisja obligacji jest warunkowana wynikami spółki po 3Q 2010 oraz sytuacją z taryfami.



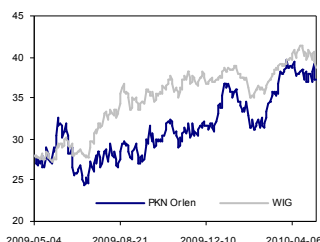
PKN Orlen (Trzymaj)

Cena bieżąca: 37,22 PLN Cena docelowa: 40,2 PLN

Analityk: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-08

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	79 533,0	67 928,0	-14,6%	83 784,3	23,3%	89 823,6	7,2%	Liczba akcji (mln)	427,7
EBITDA	888,4	3 665,0	312,5%	4 248,3	15,9%	4 964,1	16,9%	MC (cena bieżąca)	15 919,3
marża EBITDA	1,1%	5,4%		5,1%		5,5%		EV (cena bieżąca)	30 869,3
EBIT	-1 603,0	1 097,0		1 619,3	47,6%	2 030,3	25,4%	Free float	62,2%
Zysk netto	-2 505,2	1 308,7		1 553,0	18,7%	1 502,7	-3,2%		
P/E		12,2		10,3		10,6		Zmiana ceny: 1m	-4,3%
P/CE		4,1		3,8		3,6		Zmiana ceny: 6m	27,0%
P/BV	0,9	0,8		0,8		0,7		Zmiana ceny: 12m	38,6%
EV/EBITDA	35,1	7,9		7,3		6,5		Max (52 tyg.)	39,6
Dyid (%)	4,4	0,0		0,0		2,0		Min (52 tyg.)	24,3



Opublikowane szacunki danych operacyjnych za 1Q nie okazały się zaskakujące i choć raportowany EBIT ma być wyższy od naszych szacunków to tylko dzięki wysokiemu efektowi przeszacowania zapasów. Lepsze powinny okazać się rezultaty w kolejnych kwartałach, ale wydaje się, że zostało to już w ostatnich wzrostach kursu zdyskontowane. Utrzymujemy naszą neutralną rekomendację i zwracamy uwagę na rosnące ryzyko większej korekty marż rafineryjnych w związku z obserwowanym szybkim wzrostem wykorzystania mocy w rafineriach (w USA wskaźnik CUR zbliżył się już do 90%, czyli do poziomu ostatni raz notowanego w sierpniu 2008).

Szacunki danych operacyjnych za 1Q

W opublikowanym tradycyjnym już komunikacie PKN Orlen poinformował, że szacunkowy raportowany wynik operacyjny koncernu przekroczy 400 mln PLN, co będzie możliwe głównie dzięki zaksięgowaniu tzw. efektu przeszacowania zapasów w kwocie 400 mln PLN. Dodatkowo na poziomie działalności finansowej Grupa zanotuje dodatnie różnice kursowe na kredytach walutowych w kwocie około 300 mln PLN. W naszych prognozach zakładaliśmy EBIT na poziomie 216 mln PLN, ale przy efekcie LIFO sięgającym 175 mln PLN, tak więc EBIT wg. LIFO przewidywany przez Spółkę kształtuje się blisko naszych oczekiwań (lekko na plusie). Dane dotyczące wolumenów i marż w poszczególnych segmentach również pokrywają się z naszymi założeniami (śnieżna zima obniżyła wolumeny sprzedaży paliw, natomiast obserwowano dalszy wzrost marż i wolumenów w segmencie petrochemicznym). Zyski z przeszacowania kredytów także nie odbiegają od naszych prognoz (311 mln PLN vs. 300 mln PLN).

Kolejne transakcje na zapasach

Wiceprezes Sławomir Jędrzejczyk zapowiedział, że Spółka nie wyklucza przeprowadzenia kolejnych transakcji sprzedaży zapasów w przyszłości, aczkolwiek nie prowadzi obecnie rozmów w tej sprawie. Sprzedaż zapasów wg. formuły z ostatniej transakcji teoretycznie nie powinna wpływać na wycenę Spółki, gdyż spadek długu netto będzie neutralizowany przez wyższe koszty operacyjne (koszty usługi magazynowej będą teraz wliczane na poziomie EBIT). Oczywiście na krótkoterminowej wycenie porównawczej transakcja poprawia jednak wskaźniki EV/EBITDA Spółki. Dodatkowo utrzymując wskaźniki zadłużenia na niskim poziomie, Orlen zapewnia sobie niższe marże kredytowe na pozostałych kredytach (przypominamy, że wyższe spready były konsekwencją przekroczenia kowenantów w zeszłym roku). Transakcja z Deutsche Bankiem stanowi też sygnał dla Ministerstwa Gospodarki i odpowiada według jakiej koncepcji zapasy mogłyby przejąć państwowa agencja. Zwracamy uwagę, że sprzedaż zapasów obowiązkowych zmniejsza wrażliwość Orlenu na zmiany ceny ropy (efekt LIFO), a transakcje zabezpieczające cenę odkupu zapasów od DB będą wyceniane przez kapitały, a więc nie będą wpływać na raportowane zyski, pod warunkiem że Orlen będzie rolował tę umowę w kolejnych latach.

PKN chce 100 mln PLN więcej za Anwil

Z nieoficjalnych informacji prasowych wynika, że PKN oczekuje od Puław zwiększenia oferty o 100 mln PLN. Wiceprezes Orlenu przyznaje, że kwestie finansowe będą jeszcze przedmiotem negocjacji. Nikt z zarządów spółek nie komentuje nieoficjalnych wiadomości prasowych.

Propozycja odkupu 25% akcji Możejek przez Rosnieft?

Rosyjski dziennik podał, że Rosnieft jest bliski odkupienia 25% udziałów w rafinerii w Możejkach. W zamian oferuje wznowienie dostaw ropy do rafinerii rurociągiem Przyjaźń. Dostawy ropy rurociągiem zostały przerwane w 2006 roku. PKN Orlen w komunikacie prasowym oświadczył, że wiadomości rosyjskiej gazety są medialną spekulacją i nie mają pokrycia w faktach, a negocjacje na temat odsprzedaży pakietu akcji Możejek nie są prowadzone.



Police (Redukuj)

Cena bieżąca: 5,75 PLN

Cena docelowa: 5,5 PLN

Analitik: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2010-02-24

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 403,6	1 485,6	-38,2%	1 919,9	29,2%	2 168,7	13,0%	Liczba akcji (mln)	75,0
EBITDA	230,1	-327,4		70,5		123,5	75,2%	MC (cena bieżąca)	431,3
marża EBITDA	9,6%	-22,0%		3,7%		5,7%		EV (cena bieżąca)	788,6
EBIT	164,0	-407,5		-6,1	-98,5%	50,5		Free float	26,2%
Zysk netto	28,7	-422,1		-12,3	-97,1%	25,9			
P/E	15,0					16,7		Zmiana ceny: 1m	-15,4%
P/CE	4,5			6,7		4,4		Zmiana ceny: 6m	-8,7%
P/BV	0,5	0,8		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	7,5%
EV/EBITDA	1,9			11,2		6,3		Max (52 tyg.)	8,3
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	4,8



Podtrzymujemy naszą opinię, iż zbliżenie się do poziomu break even w 1Q'2010 nie oznacza że w kolejnych kwartałach Police wyjdą na „plus”. Spadek sprzedaży wolumenowej widoczny już w marcu wraz zakończeniem sezonu nawozowego i wzrostem cen niektórych surowców będzie obciążał wyniki Spółki w dalszej części roku. W tym kontekście obecna wycena rynkowa jest naszym zdaniem wymagająca, tym bardziej, że nadal Police mają spore problemy z płynnością i nadal nie ma decyzji KE w sprawie pomocy od ARP. Utrzymujemy rekomendację redukuj.

Zmiany w Radzie Nadzorczej

NWZA zdecydowało o odwołaniu z Rady Nadzorczej Polic Pani Haliny Trzcińskiej i Pana Roberta Małek oraz powołaniu na ich miejsca Pana Zygmunta Kwiatkowskiego (wcześniej m.in. był prezesem ZA Puławy) oraz Pana Marka Mroczkowskiego (wcześniej prezes Unipetrolu i rafinerii w Możejkach). Nowi członkowie Rady na razie chcą się zapoznać ze Spółką, ale ich głównym zadaniem jest wyprowadzenie Polic z obecnej trudnej sytuacji i przygotowanie zakładów do prywatyzacji.

Aneks z PGNiG

Police i PGNiG po raz kolejny zawarły porozumienie w formie aneksu do umów podpisanych w grudniu. Wynika z niego, że Police mają spłacić zaległe zobowiązania (prawie 134 mln PLN wraz z odsetkami) za dostarczony gaz do końca czerwca. Wierzyciel jednocześnie liczy, że zaległości z ostatnich miesięcy (44,7 mln PLN) miały spłynąć do Spółki w terminie, czyli do końca kwietnia. Jednocześnie szefowie gazowej firmy zapowiedzieli, że jeżeli Police nie spełnią choć jednego z zapisów aneksu, to wszystkie uzgodnienia tracą ważność.

Spadek sprzedaży nawozów w marcu poniżej oczekiwań

Prezes Polic w wywiadzie poinformował, że marcowa sprzedaż nawozów była w tym roku słabsza od wcześniejszych oczekiwań, dlatego spółka zwiększyła sprzedaż za granicą, mimo gorszej rentowności. Wcześniejsze wyniki sprzedażowe stycznia i lutego, ze względu na silną zimę, były bardzo dobre. Zdaniem prezesa przyczyną spadku sprzedaży w marcu było nasycenie produktowe sieci dealerów. Dealerzy już zaopatrzili się w nawozy, a rolnicy dopiero zaczynają prace polowe. Spółka cały czas pracuje nad płynnością. W przypadku braku zgody KE na pomoc publiczną, w rachubę wchodzi plan alternatywny – faktoring (w bankach już złożone są wnioski w tej sprawie) i sprzedaż niektórych aktywów Agencji Rozwoju Przemysłu (m.in. Infrapark). Prezes nie wypowiedział się na temat możliwości uzyskania dodatniego wyniku operacyjnego w Q1 2010. Spółka dodatkowo poinformowała o zawarciu z firmą Keytrade AG umowy na sprzedaż nawozów o wartości 19,2 mln PLN. Umowa zawarta została na czas oznaczony do 30 kwietnia 2010 roku.

Możliwa współpraca z Wietnamczykami, sprzedaż know-how

Prezes podtrzymał informacje o zainteresowaniu firm wietnamskich w sprawie zakupu know-how linii produkcji bieli tytanowej oraz budowy instalacji produkcyjnej. Kapitały firm wietnamskich są gwarantowane przez rząd Wietnamu. W rachubę wchodzi szersza współpraca, w ramach produkcji pigmentów tytanowych. Wstępne kalkulacje ceny sprzedaży know-how wskazują na kwotę 9-15 mln PLN (1,8-3% kapitalizacji Polic). Istnieją szanse, że w przyszłości Police zostaną akcjonariuszem wietnamskiej firmy produkującej biel tytanową. W ostatnich latach wykryto w Wietnamie bardzo duże złoża tytanowe, prawo wietnamskie ogranicza sprzedaż surowca, w efekcie, firmy szukają sposobu na jego przetwarzanie.

W maju zaproszenia do udziału w prywatyzacji

Minister Skarbu przyznaje, że w połowie maja resort wyśle oddzielne zaproszenia do udziału w prywatyzacji Polic i Puław. Prywatyzacja obu spółek ma przebiegać osobno i nie wykluczone, że podmioty trafią w inne ręce.



ZA Puławy (Trzymaj)

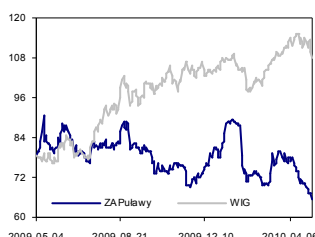
Cena bieżąca: 65,6 PLN

Cena docelowa: 72,05 PLN

Analitik: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2010-01-06

(mIn PLN)	2008/09	2009/10P	zmiana	2010/11P	zmiana	2011/12P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 396,8	2 028,4	-15,4%	2 391,1	17,9%	2 848,6	19,1%	Liczba akcji (mIn)	19,1
EBITDA	407,2	139,0	-65,9%	200,9	44,5%	407,4	102,8%	MC (cena bieżąca)	1 253,9
marża EBITDA	17,0%	6,9%		8,4%		14,3%		EV (cena bieżąca)	1 269,5
EBIT	338,3	67,9	-79,9%	101,2	49,1%	282,4	179,0%	Free float	29,2%
Zysk netto	194,6	67,8	-65,2%	82,5	21,8%	226,9	174,9%		
P/E	6,4	18,5		15,2		5,5		Zmiana ceny: 1m	-15,9%
P/CE	4,8	9,0		6,9		3,6		Zmiana ceny: 6m	-13,7%
P/BV	0,8	0,8		0,8		0,7		Zmiana ceny: 12m	-19,0%
EV/EBITDA	1,7	7,9		6,3		2,9		Max (52 tyg.)	90,5
Dyid (%)	6,6	15,5		1,4		1,6		Min (52 tyg.)	65,6



W kwietniu akcje spółek nawozowych zachowywały się słabo i walory ZAP również wpisywały się w tę tendencję. W naszej opinii taki sentyment wynika bezpośrednio z gorszych informacji płynących z rynku tych produktów wraz z zakończeniem wiosennego sezonu i osłabieniem sprzedaży oraz cen. Wiele wskazuje więc na to, że spodziewane lepsze w ujęciu q/q wyniki za 1Q nie będą początkiem pozytywnego trendu i kolejne okresy mogą przynieść ponowny spadek rentowności. Ważny w tym kontekście będzie również planowany na okres letni przestój remontowy instalacji mocznika w związku z przyłączaniem do fabryki nowego ciągu z tlenownią. Przy obecnej wycenie rynkowej Spółki podtrzymujemy naszą neutralną rekomendację.

ZA Puławy z wyłączością na zakup Anwilu

ZA Puławy mają wyłączność na negocjacje z PKN Orlen w sprawie zakupu Anwilu do 30 czerwca 2010. Z nieoficjalnych informacji prasowych wynika, że PKN oczekuje od Puław zwiększenia oferty o 100 mln PLN. Wiceprezes Orlenu przyznaje, że kwestie finansowe będą jeszcze przedmiotem negocjacji. Nikt z zarządów spółek nie komentuje tych doniesień. Przejście ma być finansowe długiem (kredyty, obligacje) oraz kapitałem własnym, Puławy planują przeprowadzić emisję akcji, w celu utrzymania wskaźników zadłużenia na bezpiecznym poziomie. Wiceminister skarbu przyznaje, że po zakończeniu negocjacji będzie wiadome, jakiej kwoty potrzebują Puławy i czy podwyższenie kapitału będzie konieczne. Ocena tej transakcji z perspektywy obydwu spółek będzie możliwa po ostatecznym ustaleniu parametrów cenowych. Według naszych szacunków pakiet należący do Orlenu (85%) warty jest około 1,7 mld PLN, czyli po opodatkowaniu koncern rafineryjny powinien otrzymać około 1,4 mld PLN.

Zmiany w nadzorze

NWZA Zakładów Azotowych Puławy zdecydowało o powołaniu do Rady Nadzorczej firmy Pana Jana Nowickiego. Nowy członek Rady reprezentuje pracowników przedsiębiorstwa.

Inwestycja z Vattenfalle

Vattenfall i ZA Puławy podpisały umowę określającą zasady współpracy podczas przygotowań, budowy i eksploatacji elektrowni o mocy około 1400 MW. Jak na razie nie sprecyzowano na jakie paliwo i w jakiej technologii będzie działał nowy projekt energetyczny. Spółki zapowiedziały, że założenia inwestycyjne zostaną dopracowane w 2010 roku. Wykonaniem projektu ma się zająć spółka celowa z 50% udziałem każdej ze stron. ZA Puławy mają wnieść aportem do tejże spółki teren pod potencjalną inwestycję. Spółki oceniają, że projekt mógłby zostać uruchomiony w latach 2016-2018.

W maju zaproszenia do udziału w prywatyzacji

Minister Skarbu przyznał, że w połowie maja resort wyśle oddzielne zaproszenia do udziału w prywatyzacji Polic i Puław. Prywatyzacja obu spółek ma przebiegać osobno i nie wykluczone, że podmioty trafią w inne ręce.

Energetyka



CEZ (Trzymaj)

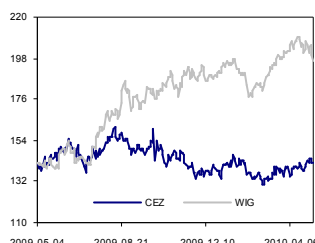
Cena bieżąca: 142,5 PLN Cena docelowa: 140,3 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-03

Podstawowe dane (mIn PLN)

(mIn CZK)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana		
Przychody	183 958,0	196 352,0	6,7%	189 756,3	-3,4%	194 221,9	2,4%	Liczba akcji (mln)	538,0
EBITDA	88 744,0	91 075,0	2,6%	87 198,9	-4,3%	87 942,5	0,9%	MC (cena bieżąca)	76 663,5
marża EBITDA	48,2%	46,4%		46,0%		45,3%		EV (cena bieżąca)	101 454,7
EBIT	66 654,0	68 199,0	2,3%	61 657,7	-9,6%	61 339,4	-0,5%	Free float	29,3%
Zysk netto	46 510,0	51 547,0	10,8%	47 095,3	-8,6%	46 677,9	-0,9%		
P/E	11,6	9,5		10,4		10,5		Zmiana ceny: 1m	5,7%
P/CE	7,9	6,6		6,7		6,7		Zmiana ceny: 6m	-0,5%
P/BV	3,1	2,4		2,2		2,1		Zmiana ceny: 12m	292,0%
EV/EBITDA	7,2	6,9		7,4		7,7		Max (52 tyg.)	161,1
Dyid (%)	4,4	5,4		6,0		5,5		Min (52 tyg.)	130,0



Kwiecień przyniósł ponad kilkunastoprocentowe wzrosty notowań energii na EEX, aczkolwiek w kontraktach na rok 2011 cena osiągnęła dopiero poziom 54 EUR/MWH, czyli tyle ile mniej więcej wyniesie naszym zdaniem średnia realizowana cena sprzedaży czeskiego koncernu w roku bieżącym. Kontynuacja tych tendencji na giełdzie energii może jednak poprawiać sentyment wokół sektora i pozwoli na zabezpieczenie wyższych cen na lata kolejne. Na razie jednak zalecamy wstrzymanie się z zakupem akcji CEZ do czasu publikacji wyników za 1Q'10, które mogą być w naszej opinii rozczarowujące.

Finalizacja I-go etapu rumuńskich farm wiatrowych

CEZ spodziewa się, że jeszcze wiosną otrzyma pozwolenie na przyłączenie do sieci i uruchomienie farm wiatrowych zbudowanych w ramach I-go etapu projektu Fontanele&Cogealac w Rumunii. Pierwsza część tej inwestycji obejmuje turbiny o łącznej mocy 347 MW, które będą produkować około 0,8 TWh energii rocznie. Przypominamy, że w ramach funkcjonujących w Rumunii przepisów koncern będzie dodatkowo otrzymywał 2 zielone certyfikaty na 1MWh wiatrowej energii (po 55 EUR każdy), stąd pozytywny efekt finansowy oddania części tego projektu do użytkowania będzie widoczny na poziomie skonsolidowanym. Inwestycja ta jest uwzględniona w naszym modelu od połowy roku.



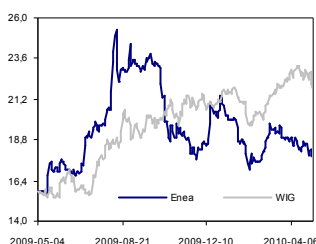
Enea (Akumuluj)

Cena bieżąca: 17,81 PLN Cena docelowa: 21,62 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-30

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	6 157,8	7 167,3	16,4%	7 519,7	4,9%	7 602,7	1,1%	Liczba akcji (mln)	441,4
EBITDA	882,7	1 167,0	32,2%	1 365,4	17,0%	1 379,8	1,1%	MC (cena bieżąca)	7 862,1
marża EBITDA	14,3%	16,3%		18,2%		18,1%		EV (cena bieżąca)	5 605,7
EBIT	251,4	505,6	101,1%	698,8	38,2%	699,5	0,1%	Free float	18,4%
Zysk netto	215,4	513,6	138,5%	653,4	27,2%	654,8	0,2%		
P/E	36,5	15,3		12,0		12,0		Zmiana ceny: 1m	-5,3%
P/CE	9,3	6,7		6,0		5,9		Zmiana ceny: 6m	-8,7%
P/BV	0,9	0,8		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	13,2%
EV/EBITDA	6,2	6,1		4,1		4,8		Max (52 tyg.)	25,3
Dyid (%)	1,3	2,6		3,3		4,2		Min (52 tyg.)	15,6



Akcje ENEI, mimo uchwalenia przez WZA wyższej wypłaty dywidendy w relacji do wcześniej proponowanej przez Zarząd, zachowywały się gorzej od szerokiego indeksu. Wpisuje się to w generalnie słaby sentyment inwestorów do spółek z sektora. Pewnym punktem zwrotnym w postrzeganiu Spółki mogą być jednak wyniki 1Q'2010, które choć nie przebijają raczej wysokiej bazy z ubiegłego roku to potwierdzą wyraźny wzrost rentowności segmentu dystrybucyjnego i będą stanowić dobry prognostyk na kolejne okresy roku. Podtrzymujemy pozytywną rekomendację.

Nowy Zarząd

Rada Nadzorcza Spółki w związku z upływającą kadencją obecnego Zarządu wybrała nowy skład ścisłego kierownictwa ENEI. Stanowisko prezesa zachował Pan Maciej Owczarek, ale pozostałym członkom Zarządu nie przedłużono kontraktów. Swoje stanowiska stracili Pan Marek Malinowski dotychczas odpowiadający za strategię i rozwój (zastąpił go Pan Krzysztof Zborowski- dotychczas prezes Elektrowni Kozienice), Pan Sławomir Jankiewicz dotychczas członek Zarządu ds. ekonomicznych (zastąpił go Hubert Rozpędek do niedawna pracował w Grupie TP SA), Pan Tomasz Treider odpowiedzialny za handel (zastąpił go radca prawny Pan Maksymilian Górniak) oraz Pan Piotr Koczorowski pełniący funkcję członka Zarządu ds. korporacyjnych (stanowisko zlikwidowano).

ENEA chce zbudować elektrownię jądrową

Rzecznik ENEI przyznał, że spółka jest zainteresowana budową elektrowni jądrowej w Polsce. Rząd wyznaczył PGE do inwestycji w dwie pierwsze elektrownie jądrowe w Polsce. ENEA chciałyby wybudować elektrownię jądrową w Klempiczu k/Poznań lub w Kozienicach. W rankingu zamówionym przez Ministerstwo Gospodarki Klempicz zajął drugie miejsce jako lokalizacja dla elektrowni jądrowej (1-e miejsce: Żarnowiec). Zdaniem rzecznika ENEI, konieczna jest zmiana prawa, pozwalająca na budowę elektrowni jądrowej podmiotowi innemu niż PGE. W 2010 roku Enea przeznaczy na inwestycje w infrastrukturę 575 mln PLN, a łącznie do 2020 roku 22 mld PLN.

Wyższa dywidenda dla akcjonariuszy

WZA Enei zdecydowało, że wypłaci prawie 168 mln PLN dywidendy z zeszłorocznego zysku (wcześniej Zarząd rekomendował wypłacenie 91,6 mln PLN dywidendy). O zwiększeniu tej kwoty zdecydował główny akcjonariusz - Skarb Państwa. Wypłata z zeszłorocznego zysku wyniesie 0,38 PLN na akcję co daje dywidend yield na poziomie 2,1%. Dniem ustalenia prawa do dywidendy będzie 24 maja bieżącego roku. Spółka dodatkowo poinformowała, że wyższa jak wcześniej zakładano wypłata dywidendy nie jest zagrożeniem dla programu inwestycyjnego przed jakim stoi grupa energetyczna.

Prezes o 2010 roku

Prezes Maciej Owczarek zapowiedział, że w 2010 roku marża EBITDA energetycznej Spółki może wzrosnąć do powyżej 17%. Będzie to związane z wciąż niskimi kosztami inwestycji, a tym samym brakiem nowych instalacji obciążających bieżący poziom rentowności. W przypadku przychodów potencjał wzrostu dużo zależy będzie od tempa rozwoju gospodarki. Jak na razie Prezes w kwestii dynamiki przychodów ze sprzedaży w 2010 roku spodziewa się raczej jednocyfrowego wyniku. W naszych prognozach implikowana skonsolidowana marża EBITDA sięga 18,2%.



PGE (Kupuj)

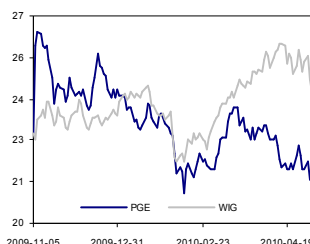
Cena bieżąca: 21,41 PLN

Cena docelowa: 27,9 PLN

Analitik: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-30

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	19 408,7	21 623,4	11,4%	21 123,7	-2,3%	22 348,1	5,8%	Liczba akcji (mln)	1 730,1
EBITDA	5 846,9	7 983,4	36,5%	7 394,2	-7,4%	7 950,2	7,5%	MC (cena bieżąca)	37 041,2
marża EBITDA	30,1%	36,9%		35,0%		35,6%		EV (cena bieżąca)	43 389,4
EBIT	3 262,3	5 344,7	63,8%	4 667,4	-12,7%	4 889,6	4,8%	Free float	15,0%
Zysk netto	1 920,2	3 370,7	75,5%	3 138,3	-6,9%	3 305,3	5,3%		
P/E	16,4	11,0		11,8		11,2		Zmiana ceny: 1m	-8,1%
P/CE	7,0	6,2		6,3		5,8		Zmiana ceny: 6m	
P/BV	1,4	1,2		1,1		1,1		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	7,6	5,3		5,9		6,0		Max (52 tyg.)	26,5
Dyid (%)	1,3	3,3		3,5		4,2		Min (52 tyg.)	21,0



Akcje PGE kolejny miesiąc z rzędu zachowywały się gorzej od indeksu WIG20 i tradycyjnie można tłumaczyć to jedynie spodziewaną podażą akcji spółek z sektora, w tym wejściem na jesieni do obrotu akcji pracowniczych PGE przyznanych w ramach procesu konsolidacji Grupy. Jeśli chodzi o wyniki Spółki w 1Q to oczekujemy nadal bardzo wysokiego poziomu przepływów pieniężnych i wyraźnej poprawy wyniku w segmencie dystrybucyjnym w związku z implementacją nowej ścieżki dochodzenia do pełnego wynagrodzenia WRA. Przy naszych prognozach PGE jest obecnie wyceniane z około 20% dyskontem do swojej grupy porównawczej na poziomie wskaźnika EV/EBITDA, co nie jest naszym zdaniem uzasadnione. Utrzymujemy rekomendację kupuj.

PGE chce uniknąć giełdowego handlu energią

Według prasowych doniesień spółki wytwórcze PGE na początku roku zawarły długoterminowe kontrakty sprzedaży energii do 2016 roku ze spółkami obrotu również należącymi do Grupy. Transakcje te mają uchronić Spółkę przed obowiązkiem wprowadzania zgodnie z nowym prawem 15% produkowanej energii do obrotu giełdowego. URE już grozi z tego tytułu karami, aczkolwiek prawnicy nie są zgodni co do konsekwencji podpisanych przez PGE umów. Konieczność handlowania energią na giełdzie oznaczałaby zmianę modelu obrotu hurtowego w Spółce i mogłaby oznaczać wyższe koszty z uwagi na wprowadzanie nowych procedur i budowę odpowiednich struktur korporacyjnych. PGE jako największy producent pełniłby zapewne rolę animatora rynku. W naszej opinii samo zwiększenie wolumenów na TGE raczej nie przyczyni się do spadku hurtowych cen energii w Polsce, ale mogłoby zwiększyć przejrzystość rozliczeń z URE w kwestii taryf dla gospodarstw domowych (obecnie regulator uwzględnia bowiem w swoich kalkulacjach niebenchmarkowe notowania generowane na niskich wolumenach). Negatywnie mogłoby się to natomiast przełożyć na kalkulacje rekompensat KDT, ale zwracamy uwagę, że w kolejnych latach kwoty z tego tytułu będą miały coraz mniejsze znaczenie z punktu widzenia rachunku wyników PGE.

Memorandum PGE i Westinghouse

PGE i amerykański koncern Westinghouse Electric Company LLC podpisały memorandum w sprawie współpracy w zakresie energetyki jądrowej. Umowa dotyczy zamiaru budowy przez PGE dwóch elektrowni o mocy 3000 MW i jest już trzecią tego typu umową, które mają wyłonić ostatecznego partnera dla polskiego koncernu w tym projekcie.

Telekomunikacja



Netia (Trzymaj)

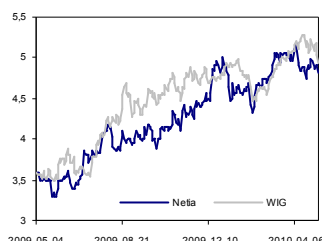
Cena bieżąca: 4,82 PLN

Cena docelowa: 4,3 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-06

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 112,4	1 505,9	35,4%	1 525,4	1,3%	1 629,0	6,8%	Liczba akcji (mln)	389,2
EBITDA	170,6	284,3	66,6%	323,5	13,8%	359,3	11,1%	MC (cena bieżąca)	1 875,8
marża EBITDA	15,3%	18,9%		21,2%		22,1%		EV (cena bieżąca)	1 593,2
EBIT	-99,7	-14,2	-85,7%	33,7		79,2	135,1%	Free float	100,0%
Zysk netto	230,6	88,7	-61,6%	37,4	-57,8%	78,1	108,6%		
P/E	8,1	21,2		50,1		24,0		Zmiana ceny: 1m	-5,7%
P/CE	3,7	4,8		5,7		5,2		Zmiana ceny: 6m	11,3%
P/BV	1,0	0,9		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	38,1%
EV/EBITDA	9,8	6,0		4,9		4,2		Max (52 tyg.)	5,2
Dyid (%)	0,0	-0,6		2,0		4,2		Min (52 tyg.)	3,3



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

Wyniki za 1Q2010

Słabe przychody mimo szybko rosnącej bazy abonenckiej i większe oszczędności kosztowe m.in. dzięki wstrzymaniu kampanii reklamowej, pozytywnie wpływające na EBITDA i zysk netto to najkrótsze podsumowanie wyników za 1Q2010. Przy przychodach na poziomie 385,7 mln PLN spółka wypracowała 93,5 mln PLN EBITDA (marża 24,2%) i 14,3 mln PLN zysku netto. W naszych prognozach zakładaliśmy odpowiednio 394/81,3/4,6 mln PLN. Rozczarowują przede wszystkim niższe przychody, które pomimo rosnącej bazy abonenckiej były zaledwie o niespełna 1 mln PLN wyższe niż w 4Q2009. Częściowo tłumaczy to obniżka stawek F2M (przychody z ruchu we własnej sieci -3,7% q/q), ale wzrost przychodów z transmisji danych, rynku w którym spółka skutecznie konkuruje z TP, wyniósł zaledwie 2,2% q/q (przy bazie abonenckiej rosnącej o 7,9%). W ujęciu r/r przychody w tym obszarze rosną o 17% przy wzroście bazy o 37%. W 1Q2010 ARPU z dostępu do internetu obniżyło się q/q o 7%. W raporcie kwartalnym Netia podwyższyła prognozę liczby klientów usług szerokopasmowych na koniec 2010 z 680 tys. do 700 tys., jednak pozostałe elementy prognozy (przychody, EBITDA) pozostają bez zmian w stosunku do prognozy ogłoszonej w dniu 22 lutego 2010 r. Nadal uważamy, że poczynając od przełomu 2 i 3Q, kiedy TP wprowadzi na rynek nowe pakiety internetowe (nie podlegające już zasadzie cena detaliczna minus dla rynku hurtowego), Netii będzie dużo trudniej konkurować w kluczowym dla niej obszarze wzrostu. Po stronie kosztowej na uznanie zasługuje redukcja kosztów zarządu, które w stosunku do 4Q2009 obniżyły się o 7 mln PLN i jest to zapewne efekt prowadzonej restrukturyzacji. Tu widzimy pole do podwyższenia naszych dotychczasowych założeń. Pozostała część oszczędności kosztowych ma miejsce w obszarze sprzedaży i dystrybucji (-8%/-6,9 mln PLN q/q, głównie reklama i prowizje dystrybucyjne), co jest efektem ograniczenia przez spółkę kampanii reklamowej (potencjalnie wpływ na przyszłą sprzedaż). Ponadto na wynik operacyjny pozytywny wpływ mają pozostałe przychody netto w kwocie 7,7 mln PLN, z czego 3,3 mln PLN to sprzedaż majątku (m.in. dla P4) i noty debetowe (1,8 mln PLN). Po tym jak spółka wpłaciła na rzecz urzędu skarbowego kontrowersyjną (sprawa w sądzie, prawdopodobny zwrot, termin nieprzewidywalny) kwotę blisko 60 mln PLN, poziom gotówki i ekwiwalentu obniżył się do 206 mln PLN z 240 mln PLN na koniec 2009.

Netia o przejęciach

W kontekście możliwych akwizycji Prezes Netii szacuje zdolność kredytową spółki na 1 mld PLN i deklaruje, że nadal jest zainteresowany przejęciem Dialogu. W odpowiedzi na ostatnie działania TP (obniżenie cen szybkiej Neostrady), Netia zamierza również obniżyć swoje ceny. Informacje nie wnoszą niczego nowego do obrazu spółki. Przejęcie Dialogu jest uzasadnione i może spółce przynieść znaczące efekty synergii, kwestią pozostaje cena kupna. Zwracamy uwagę, że od czasu podpisania porozumienia TP-UKE, obecnie każda obniżka cen detalicznych dostępu do internetu przez Netię wiąże się z obniżeniem marży. Wcześniej obniżenie cen przez TP oznaczało automatyczny spadek cen hurtowych dla Netii i rozszerzenie marży lub możliwość obniżenia własnej ceny detalicznej.



TP SA (Akumuluj)

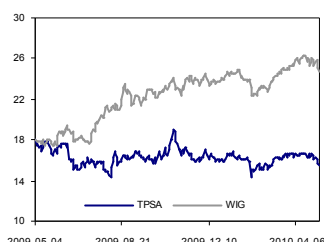
Cena bieżąca: 15,5 PLN

Cena docelowa: 17,6 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-23

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	18 165,0	16 560,0	-8,8%	15 516,0	-6,3%	15 211,5	-2,0%	Liczba akcji (mIn)	1 335,6
EBITDA	7 630,0	6 246,0	-18,1%	5 662,8	-9,3%	5 668,3	0,1%	MC (cena bieżąca)	20 702,6
marża EBITDA	42,0%	37,7%		36,5%		37,3%		EV (cena bieżąca)	25 546,9
EBIT	3 313,0	2 096,0	-36,7%	1 813,8	-13,5%	1 884,8	3,9%	Free float	46,0%
Zysk netto	2 188,0	1 280,0	-41,5%	1 150,0	-10,2%	1 204,1	4,7%		
P/E	9,7	16,2		18,0		17,2		Zmiana ceny: 1m	-7,0%
P/CE	3,3	3,8		4,1		4,2		Zmiana ceny: 6m	-8,6%
P/BV	1,2	1,2		1,3		1,4		Zmiana ceny: 12m	-10,7%
EV/EBITDA	3,5	4,0		4,5		4,5		Max (52 tyg.)	19,0
Dyid (%)	11,0	9,7		9,7		9,7		Min (52 tyg.)	14,3



2010 będzie dla TP trudny (dalszy spadek przychodów i marży EBITDA), ale wycenę spółki broni dywidenda (DY: 9,2%). Otoczenie w jakim działa TP już teraz zmienia się na jej korzyść (porozumienie z UKE daje szansę na odzyskanie części rynku dostępu do internetu, UKE wycofuje się z agresywnej polityki utrzymywania asymetrii MTR). Obecnie ceny usług mobilnych w Polsce są jednymi z najtańszych w Europie. Drugie półrocze powinno już pokazać poprawę wyników TP i rosnącą liczbę abonentów w kluczowych dla operatora obszarach. W najbliższych trzech latach, przy wzroście wydatków inwestycyjnych związanych z porozumieniem z UKE (dodatkowo 800-900 mln PLN rocznie) TP nadal będzie generować 2-2,3 mld PLN FCF, co pozwoli operatorowi utrzymać dywidendę w tym okresie na poziomie 1,5 PLN na akcje. Naszym zdaniem inwestorzy uwzględniają w wycenie negatywne zdarzenia (szybką erozję przychodów i zysków, wyższy CAPEX, DPTG) pomijając potencjalne pozytywy (część inwestycji może być finansowana z programu „Innowacyjna gospodarka” - łączny budżet 300 mln EUR; zakończenie sporu ws. dopłaty do usługi powszechnej może dać jednorazowo TP 300-500 mln PLN gotówki i kolejne ponad 100 mln PLN rocznie; pozytywny wpływ CAPEXu na przychody). Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Wyniki za 1Q2010

Przy przychodach na poziomie 3,87 mld PLN (-10,2% r/r) spółka wypracowała 1,42 mld PLN EBITDA (-15,3% r/r), 474 mln PLN EBIT (-22,3% r/r) i zysk netto w wysokości 285 mln PLN (vs. 328 mln PLN przed rokiem). Wyniki są zgodne z naszymi i rynkowymi oczekiwaniami. Przychody telefonii stacjonarnej (głos) obniżyły się o 15,7% r/r, telefonii komórkowej o 9% a transmisji danych o 0,93%. Widać pierwsze pozytywne symptomy stabilizowania się rynku – szczególnie w telefonii komórkowej (wzrost liczby abonentów o 60 tys. q/q) i usługach głosowych telefonii stacjonarnej (TP zatrzymała spadek udziału w rynku w ruchu DLD i F2M, stabilizuje się udział w pozostałych segmentach, coraz mniejszy spadek linii oddawanych w ramach WLR).

TP spróbuje odzyskać utracony rynek

Centertel wprowadził do sprzedaży nowe innowacyjne na polskim rynku pakiety, które mają przyczynić się do ponownego objęcia roli lidera rynku pod względem liczby abonentów i przychodów. Dzięki zamrożeniu przez UKE opłat BSA (odejście od formuły *TP retail minus*), TP obniżyła ceny detaliczne najszybszych dostępu (>6Mb/s), w czerwcu obniży bardziej popularne wolniejsze łącza. Każde dopasowanie cen detalicznych przez konkurentów teraz będzie odbywać się kosztem ich marży.

Media

Skrócone wybory prezydenckie a kondycja reklamy zewnętrznej i telewizyjnej

W Pulsie Biznesu poruszany jest temat przyspieszonych wyborów prezydenckich oraz implikacji jakie dla rynku reklamowego może mieć przeprowadzenie krótszej kampanii późną wiosną. Wskazywane są między innymi problemy z wykupieniem czasu reklamowego i billboardów w maju przez innych reklamodawców i kampania na dobre rozpocznie się dopiero w czerwcu. Należy pamiętać, że wybory prezydenckie i samorządowe we wcześniejszych latach odbywały się w okresie żniw na rynku reklamowym to jest w czwartym kwartale. Naszym zdaniem głównym uderzeniem w rynek reklamowy będzie sam fakt skrócenia kampanii wyborczej. Paradoksalnie bowiem sam termin wyborów spowodować może pojawienie się dodatkowego popytu na reklamę w martwym okresie (czerwiec), co może mieć pozytywne przełożenie na rynek. Ze względu na krótszy okres „boomu” wyborczego szacujemy jednak, że rynek może trochę ucierpieć na przesunięciu terminu wyborów. Wpływ ten szacujemy różnie dla poszczególnych segmentów.



Agora (Trzymaj)

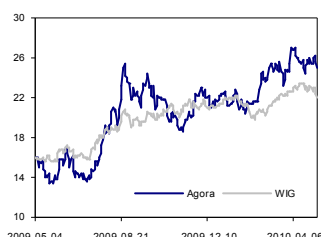
Cena bieżąca: 25 PLN

Cena docelowa: 24,2 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-02-24

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 277,7	1 110,1	-13,1%	1 112,4	0,2%	1 180,2	6,1%	Liczba akcji (mln)	50,9
EBITDA	128,4	134,1	4,4%	149,7	11,6%	154,1	3,0%	MC (cena bieżąca)	1 273,4
marża EBITDA	10,0%	12,1%		13,5%		13,1%		EV (cena bieżąca)	1 037,8
EBIT	44,6	52,9	18,6%	65,3	23,5%	69,5	6,3%	Free float	54,3%
Zysk netto	23,4	38,3	63,6%	59,4	55,1%	66,1	11,3%		
P/E	58,7	33,2		21,4		19,3		Zmiana ceny: 1m	-6,5%
P/CE	12,8	10,7		8,9		8,4		Zmiana ceny: 6m	32,6%
P/BV	1,2	1,1		1,0		1,0		Zmiana ceny: 12m	66,7%
EV/EBITDA	9,9	8,1		6,9		6,4		Max (52 tyg.)	27,0
Dyid (%)	0,0	1,5		2,3		2,6		Min (52 tyg.)	13,5



W okresie ostatnich dwóch miesięcy notowania Agory pozostawały stabilne, mimo wzrostowego rynku oraz pozytywnej informacji jaką było podpisanie przedwstępnej umowy przejścia operatora kinowego Helios po bardzo atrakcyjnej cenie. Naszym zdaniem stwarza to dobrą okazję do przeważania akcji Agory w portfelu inwestycyjnym. Pozytywne momentum z rynku reklamowego pozostanie według nas silne do co najmniej do końca trzeciego kwartału, co również będzie sprzyjało notowaniom Agory na tle szerokiego indeksu. Dodatkowym wsparciem dla kursu spółki powinna być w najbliższych tygodniach publikacja dobrych wyników finansowych za pierwszy kwartał, gdzie mimo utrzymującej się dwucyfrowej dynamiki spadków przychodów reklamowych wprowadzone oszczędności pozwolą na znaczą poprawę wyników r/r. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Lutowe wyniki sprzedaży dzienników

Sprzedaż *Gazety Wyborczej* spadła w lutym o 13,7%. Sprzedaż *Rzeczpospolitej* spadła w tym samym czasie o 4,5%, *Super Expressu* o 12,9%, a *Faktu* o 11,3%. Jest to kolejny miesiąc słabych wyników sprzedażowych *Gazety*. W porównaniu do poprzednich miesięcy trochę lepiej wygląda dynamika sprzedaży kioskowej, która wyniosła -15,7% przy -17,6% w styczniu i -19,9% w grudniu. Sprzedaż ogółem (bez innych form rozpowszechniania) skurczyła się o 15,2%, wobec 16,0% w styczniu i 18,4% w grudniu. Zgodnie z oczekiwaniami do negatywnego trendu wrócili wyniki sprzedaży *Dziennika*. *Gazety Prawnej*, który po 50% wzroście sprzedaży kioskowej m/m w styczniu, w lutym wrócił na wcześniejsze poziomy (efekt styczniowych dodatków prawnych związanych z nowym rokiem podatkowym). Dobrze wyglądają natomiast lutowe wyniki sprzedaży *Rzeczpospolitej*, która zwiększyła sprzedaż kioskową o 13,0% utrzymując wysoki poziom ze stycznia.

Objęcie udziałów w Business Ad Network

Agora objęła połowę udziałów w sieci reklamy internetowej Business Ad Network (BAN) stworzonej przez Money.pl. BAN już wcześniej posiadał w ofercie serwisy biznesowe Agory i teraz współpraca biznesowa zostanie wzmocniona przez zaangażowanie kapitałowe. Współpraca Money.pl w BAN nie powinna znacząco wpływać na osiągnięte przez spółkę wyniki, gdyż Agora i tak czerpała większość zysków ze sprzedaży reklamy na swoich serwisach w ramach działalności prowadzonej przez BAN.



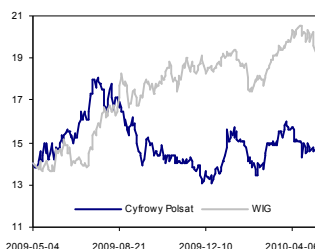
Cyfrowy Polsat (Akumuluj)

Cena bieżąca: 14,69 PLN Cena docelowa: 16,6 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-25

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 136,3	1 266,1	11,4%	1 456,4	15,0%	1 534,5	5,4%	Liczba akcji (mIn)	268,3
EBITDA	347,8	327,4	-5,9%	438,9	34,0%	505,6	15,2%	MC (cena bieżąca)	3 941,7
marża EBITDA	30,6%	25,9%		30,1%		32,9%		EV (cena bieżąca)	3 813,4
EBIT	324,3	285,5	-12,0%	374,7	31,3%	417,2	11,4%	Free float	31,8%
Zysk netto	269,8	237,9	-11,8%	304,7	28,0%	340,7	11,8%		
P/E	14,6	16,6		12,9		11,6		Zmiana ceny: 1m	-6,5%
P/CE	13,4	14,1		10,7		9,2		Zmiana ceny: 6m	4,4%
P/BV	13,3	11,9		8,3		6,4		Zmiana ceny: 12m	6,4%
EV/EBITDA	11,2	11,8		8,7		7,4		Max (52 tyg.)	18,1
Dyid (%)	1,0	5,1		4,0		5,1		Min (52 tyg.)	13,1



Spodziewamy się, że Cyfrowy Polsat opublikuje w bieżącym miesiącu bardzo dobre wyniki pierwszego kwartału 2010 roku, na co złożą się korzystne kursy walutowe oraz spieniężenie wzrostu bazy abonenckiej z końcówki 2009 roku. Korekta trendu wzrostowego na złotym może w krótkim terminie negatywnie wpływać na notowania Cyfrowego Polsatu. Spółka pozostaje jednak naszym zdaniem na tyle korzystnie wyceniona (12,8 P/E2010), że jej notowania w obliczu korekty powinny być stabilniejsze od notowań szerokiego rynku. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj z zaleceniem przeważania akcji Cyfrowego Polsatu w portfelu inwestycyjnym.

Umowa z Nagravision

Cyfrowy Polsat podpisał aneks do umowy z Nagravision dotyczący wynajęcia, licencji i instalacji systemu dostępu warunkowego i sprzedaży kart dostępu warunkowego szwajcarskiej spółki. Wartość zawartego aneksu zależy od liczby abonentów oraz od kursu wymiany EUR/PLN. Spółka oszacowała, iż wartość aneksu, w okresie trwania umowy, do 31 grudnia 2020 roku, wyniesie około 356 mln PLN, przyjmując kurs EUR na poziomie 3,8622 EUR/PLN (średni kurs NBP z 31 marca 2010 roku). Umowa ma obowiązywać spółki do końca 2010 roku. Zakładając, że do wyliczenia minimalnej wartości umowy została użyta obecna liczba abonentów, miesięczna stawka za jedną kartę dostępową wynosić będzie około 0,22 EUR, podczas gdy wcześniejsza stawka wynosiła według naszych szacunków około 0,20 EUR/PLN. Naszym zdaniem średnia liczba abonentów przez najbliższe 10 lat i 9 miesięcy, jaka została przyjęta do szacunków jest wyższa niż ich obecna ilość i w praktyce należy oczekiwać nawet pewnych oszczędności z tytułu nowej umowy.

Bez wyższych MTR od 2013 roku

Według nowego projektu UKE dotyczącego redukcji asymetrii w stawkach MTR od 2013 roku Play i Cyfrowy Polsat mają stracić uprzywilejowaną pozycję w tym zakresie. Ostateczne wdrożenie projektu to znaczna utrata części wpływów z segmentu MVNO począwszy od 2013 roku. Redukcja dysproporcji w stawkach za zakańczanie połączeń była jednak wpisana w model biznesowy operatora wirtualnej telefonii, a ich poziom jest w Cyfrowym Polsacie na tyle mały, że nie stanowi w obecnych warunkach drastycznej zmiany dla wyniku.

Sprzedaż akcji przez głównego akcjonariusza

Zygmunt Solorz-Żak sprzedał w transakcjach pakietowych 3% akcji Cyfrowego Polsatu wartych 117 mln PLN. Inwestor pozyskane w ten sposób środki zamierza przeznaczyć na budowę sieci internetowej, z której będzie korzystał również Cyfrowy Polsat.



TVN (Trzymaj)

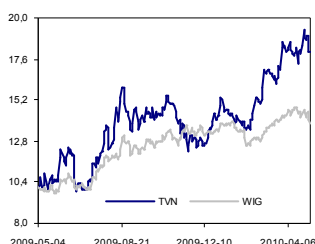
Cena bieżąca: 18 PLN

Cena docelowa: 16 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-02-22

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 897,3	2 123,4	11,9%	2 472,8	16,5%	2 691,1	8,8%	Liczba akcji (mIn)	340,4
EBITDA	711,4	794,8	11,7%	659,3	-17,0%	769,3	16,7%	MC (cena bieżąca)	6 126,9
marża EBITDA	37,5%	37,4%		26,7%		28,6%		EV (cena bieżąca)	8 272,6
EBIT	631,9	612,1	-3,1%	430,3	-29,7%	525,7	22,2%	Free float	40,2%
Zysk netto	363,7	420,8	15,7%	284,7	-32,3%	348,7	22,5%		
P/E	0,6	14,6		21,5		17,6		Zmiana ceny: 1m	-0,8%
P/CE	0,5	10,2		11,9		10,3		Zmiana ceny: 6m	29,3%
P/BV	0,1	4,8		4,9		4,0		Zmiana ceny: 12m	77,3%
EV/EBITDA	1,7	10,1		12,5		10,5		Max (52 tyg.)	19,3
Dyid (%)	1,9	4,3		1,7		1,4		Min (52 tyg.)	9,9



TVN opublikował w minionym miesiącu wstępne wyniki finansowe za pierwszy kwartał. Choć okazały się one niższe od naszych oczekiwań to jednak pozytywną informacją płynącą z zaprezentowanych danych jest lepsza od powszechnie spodziewanej kondycja rynku reklamowego. Przychody z tytułu reklamy wzrosły w segmencie telewizyjnym o 2,5%, a w skali całej Grupy o 5,5%. Jest to naszym zdaniem dobry prognostyk przed kolejnymi kwartałami, gdzie baza odniesienia ulegnie znacznemu obniżeniu. Naszym zdaniem pozytywnemu trendowi nie powinna zaszkodzić żałoba narodowa i pozytywne momentum w reklamie powinno utrzymać się przynajmniej do początku czwartego kwartału, co naszym zdaniem powinno powodować, że nawet w scenariuszu oczekiwanej korekty TVN mimo dużej bety powinien zachowywać się lepiej od rynku. Wpływ towarzyszącego korekcie umocnienia złotego powinien mieć w przypadku TVN ograniczony wpływ na notowania, ze względu na fakt, że spółka ma zabezpieczone najbliższe przepływy walutowe wynikające z obsługi długu i kluczowy dla jej sytuacji finansowej jest długoterminowy trend. Dlatego też w ogólnym rozrachunku uważamy, że z dwóch kluczowych czynników silniejszy będzie wpływ dobrych wiadomości płynących z rynku reklamowego. Rekomendujemy trzymanie akcji TVN wraz z jednoczesnym przeważaniem ich w portfelu.

Wyniki oglądalności stacji telewizyjnych w marcu

Według danych AGB Nielsen TVN był jedynym z największych nadawców, który zwiększył swoje udziały rynkowe w marcu. Oglądalność stacji TVN wzrosła w porównaniu do ubiegłego roku z 17,0% do 17,2%. W tym samym czasie oglądalność TVP1 spadła z 21,8% do 20,0%, TVP2 z 15,7% do 14,5%, a Polsatu z 15,2% do 14,5%. TVN zwiększył również swoje udziały w komercyjnej grupie docelowej (z 18,3% do 18,7%). W grupie docelowej TVN (16-49, duże miasta) nastąpił spadek z 23,9% do 23,1%.

WZA zwołane na 14 maja

Walne zgromadzenie akcjonariuszy będzie głosowało m.in. w sprawie wypłaty 0,31 PLN dywidendy na akcję. Zgodnie z projektem uchwał dniem ustalenia prawa do dywidendy miały być 1 czerwca, a dniem wypłaty dywidendy 16 czerwca. Zarząd spółki już wcześniej deklarował, że będzie rekomendował na walnym ten poziom dywidendy. Implikuje ona rentowność dywidendową na poziomie 1,7%. Niski yield może też utrzymać się w przyszłym roku, gdyż w związku z kapitałochłonnym rozwojem platformy 'n' zarząd deklaruje utrzymywanie stopy wypłaty dywidendy w dolnym przedziale przewidzianym polityką dywidendową (30% zysku).

Wstępne wyniki TVN za pierwszy kwartał

TVN opublikował wstępne wyniki pierwszego kwartału 2010 roku. Według niezaudytowanych wyników przychody okresu wyniosły 548 mln PLN, w tym przychody z reklamy 307,0 mln PLN. EBITDA okresu to 98,0 mln PLN. Wyniki są nieco słabsze od naszych oczekiwań. W naszych prognozach spodziewaliśmy się 112,5 mln PLN EBITDA wobec skorygowanej EBITDA za 1Q2009 na poziomie 90 mln PLN. Wpływ na poprawę według naszych założeń miały mieć: wzrost poziomu przychodów reklamowych do 298,0 mln PLN, zmniejszenie kosztów programu motywacyjnego o 9,0 mln PLN r/r oraz konsolidacja platformy przez cały kwartał, co miało obniżyć EBITDA o 4 mln PLN r/r. Zgodnie z zamieszczonymi informacjami wzrost przychodów był nawet wyższy od naszych oczekiwań (307,0 mln PLN). Dużo wskazuje więc na to, że słabszy od zakładanego przez nas był wzrost przychodów platformy cyfrowej, a co za tym idzie wolniejsze od oczekiwanego było tempo poprawy wyników w platformie. Wnioskujemy, że strata EBITDA platformy 'n' mogła wynieść około 20 mln PLN przy 11 mln PLN naszych oczekiwań. Podsumowując wstępne wyniki ocenić należy negatywnie. Zwracamy jednak uwagę na znakomity jak na obecne warunki makroekonomiczne wzrost przychodów reklamowych (5,5%). Tak wysoka dynamika na początku roku stanowi dobry prognostyk przed kolejnymi kwartałami,



gdzie baza odniesienia znacznie się obniża.

Majowe podwyżki cen czasu reklamowego

W maju większość nadawców mocno podniosła ceny czasu reklamowego. W TVN wzrost ten wyniósł średnio 19%, a w TVP 12,6%. Dynamika cennika nie przekłada się jednoznacznie na dynamikę realnych przychodów z reklamy. W pierwszym kwartale wzrost przychodów TVN według cennika również sięgał 20%, co przełożyło się na dynamikę przychodów na poziomie 2,5% (segment telewizyjny). Oczekujemy, że 2Q będzie charakteryzował się wyższą dynamiką. Naszym zdaniem bardzo realne jest osiągnięcie 4-5% wzrostu przychodów w telewizji.

Przekształcenia kapitałowe w Grupie TVN oraz emisja obligacji Senior Notes

Spółka poinformowała o dokonaniu zamiany istniejących instrumentów promissory notes o łącznej wartości 40 mln EUR na obligacje Senior Notes 10,75% wymagalne w 2017 r. o wartości nominalnej 40 mln EUR. Jednocześnie w wyniku przekształceń własnościowych w ramach Grupy TVN cały majątek spółek Neovision Holding B.V. oraz Neovision Holding II B.V., w których spółka, bezpośrednio lub pośrednio posiada 100% udziałów, stała się własnością DTH Poland Holding Cooperatief U.A., która jest w 100% kontrolowana przez Grupę TVN. Dokonane zmiany wynikają z umowy przejęcia pełnej kontroli nad platformą 'n' i nie zmieniają sytuacji finansowej spółki.



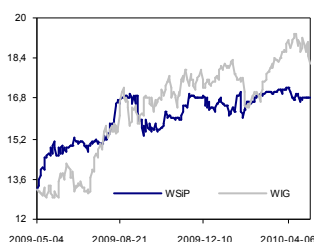
WSiP (Zawieszona)

Cena bieżąca: 16,82 PLN Cena docelowa: -

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-06

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	198,2	226,0	14,0%	198,2	-12,3%	200,2	1,0%	Liczba akcji (mln)	24,8
EBITDA	50,0	39,4	-21,1%	42,7	8,2%	42,8	0,4%	MC (cena bieżąca)	416,5
marża EBITDA	25,2%	17,4%		21,5%		21,4%		EV (cena bieżąca)	379,5
EBIT	46,3	33,5	-27,6%	38,6	15,0%	38,7	0,3%	Free float	0,0%
Zysk netto	39,1	22,6	-42,2%	32,0	41,7%	32,0	0,0%		
P/E	10,7	18,4		13,0		13,0		Zmiana ceny: 1m	-2,2%
P/CE	9,7	14,6		11,5		11,5		Zmiana ceny: 6m	4,9%
P/BV	3,8	4,1		4,0		4,0		Zmiana ceny: 12m	22,3%
EV/EBITDA	7,7	9,0		8,9		8,9		Max (52 tyg.)	17,2
Dyid (%)	10,7	9,4		7,3		7,7		Min (52 tyg.)	13,8



W związku z zawieszeniem notowań Wydawnictw Szkolnych i Pedagogicznych wynikającym z prowadzonego przymusowego wykupu wstrzymujemy się z wydawaniem rekomendacji inwestycyjnej dla spółki.

Prezes o perspektywach 2010 roku

Zdaniem prezesa Żbikowskiego 2010 rok podobnie jak rok ubiegły będzie stał pod znakiem walki o utrzymanie udziałów rynkowych, co będzie się wiązało z dalszym ponoszeniem kosztów na marketing. Oczekujemy, że koszty reklamy i promocji nowych serii podręczników będą mimo wszystko niższe niż w ubiegłym roku, kiedy to nowe ramy programowe obowiązywały po raz pierwszy i nauczyciele nie byli zaznajomieni z nowymi podręcznikami. Nie należy się jednak spodziewać, by koszty te mogły wrócić w najbliższym czasie do poziomu z 2008 roku. Podwyższone koszty marketingu najbliższych lat będą jednak skompensowane dzięki wyższym przychodom ze sprzedaży.

Powołanie nowego prezesa

Spółka poinformowała o powołaniu przez radę nadzorczą nowego prezesa. Na to stanowisko wybrano pana Adama Małachowskiego, który w przeszłości był prezesem i dyrektorem zarządzającym wydawnictwa specjalistycznego LexisNexis (2007-2010), wiceprezesem zarządu Polskich Książek Telefonicznych Spółki z o.o. (1993-1998 oraz 2004-2006), dyrektorem zarządzającym Trader.com (2002-2004) oraz dyrektorem zarządzającym w Machina Press (1998-2000). Po życiorysie widać szerokie doświadczenie nowego prezesa w branży mediów i wydawnictw książkowych. Uważamy, że przy wsparciu dotychczasowych członków zarządu nowy prezes powinien kontynuować kierunek rozwoju spółki obrany przez jego poprzednika.

Plan połączenia Pahoa Investment i WSiP

Zarząd Wydawnictw poinformował o przyjęciu i podpisaniu planu połączenia WSiP z podmiotem dominującym Pahoa Investments sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie. Celem połączenia jest uproszczenie struktury grupy kapitałowej mające na celu usprawnienie modelu zarządzania oraz redukcji kosztów finansowych związanych z funkcjonowaniem grupy. W związku z planowanym połączeniem Pahoa wstąpi w prawa i obowiązki Wydawnictw przejmując działalność operacyjną WSiP. Jednocześnie planowana jest zmiana obecnej nazwy Pahoa Investments na Wydawnictwa Szkolne i Pedagogiczne Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością. Planowane połączenie nastąpi przez przeniesienie całego majątku WSiP na Pahoa Investments (połączenie przez przejęcie) bez podwyższenia kapitału zakładowego Pahoa oraz bez wymiany akcji Wydawnictw na udziały Pahoa. Połączenie nastąpi pod warunkiem sprzedaży w drodze przymusowego wykupu przez pozostałych akcjonariuszy wszystkich akcji WSiP na rzecz Pahoa oraz zniesienia dematerializacji akcji WSiP. W momencie przejęcia 100% kontroli nad Wydawnictwami dokonanie wchłonięcia będzie już tylko technicznym zabiegiem.

IT

Przetarg dla ZUS

ZUS planuje ogłosić przetargi informatyczne o wartości 65 mln PLN netto. Data rozpoczęcia udzielania zamówień to 30 kwietnia. Jest to kolejny przetarg organizowany w ramach budowy elektronicznej administracji współfinansowany przez UE w ramach PO IG.

Złożenie ofert na dostawę sprzętu dla ZMOKU

W przetargu na dostawę urządzeń brzegowych dla potrzeb wdrożenia aplikacji informatycznych realizowanych w ramach projektów prowadzonych przez CPI MSWiA wpłynęło 21 ofert. Wśród oferentów są m.in.: Comp (32,08 mln PLN), Qumak-Sekom (32,19 mln PLN), Action (26,77 mln PLN), Sygnity (33,07 mln PLN), Wasko (28,18 mln PLN), Comarch (25,54 mln PLN) i Asseco Systems (34,55 mln PLN). Najniższe oferty sięgają 22-23 mln PLN w związku z czym zwycięstwo w przetargu którejś z giełdowych spółek jest w tym momencie mało prawdopodobne. Warto jednak zwrócić uwagę na rosnącą liczbę zamówień ze strony sektora publicznego, co naszym zdaniem dobrze wróży kontraktacji drugiego półrocza.

ABS

Kontrakt z miastem Lublin

Asseco Business Solutions wygrało przetarg organizowany przez Gminę Miasto Lublin na dostawę i rozbudowę elementów infrastruktury serwerowej oraz wdrożenie w oparciu o tę infrastrukturę systemu usług katalogowych, systemu usług terminalowych, systemu składowania i archiwizacji danych, systemu uwierzytelniania i systemu wirtualizacji infrastruktury. Wartość oferty złożonej przez spółkę to 1,38 mln PLN. Wartość zamówienia jest marginalna wobec skali działalności spółki (około 0,7% zeszłorocznych przychodów).

Asseco Slovakia

0,22 EUR dywidendy na akcję

Decyzją WZA Asseco Slovakia wypłaci swoim akcjonariuszom 0,22 EUR dywidendy na akcję. Dniem ustalenia prawa do dywidendy będzie 11 maja, a wypłata nastąpi 25 maja. Przegląsowana dywidenda przekłada się na stopę dywidendy na poziomie 3,2% przy kursie 3,88 EUR/PLN.

Zakup spółki na Węgrzech

Asseco Slovakia podpisało umowę w sprawie nabycia 60 proc. akcji węgierskiej spółki Globenet Zrt. Całkowite koszty transakcji będą uzależnione od wyników tej spółki w latach 2010-12 i nie przekroczą 7,8 mln EUR. Globenet Zrt. działa na rynku węgierskim od 1995 r. Jest głównym dostawcą systemu medycznego - MedWorkS. Obecnie spółka zatrudnia 51 pracowników, a jej przychody za 2009 r. wyniosły około 854,6 mln HUF. W komunikacie brak jest informacji na temat poziomu rentowności osiąganego przez spółkę. Bez znajomości osiąganych przez spółkę wyników trudno nam jednoznacznie ocenić atrakcyjność wynegocjowanej ceny nabycia.

Qumak Sekom

Rekomendacja zarządu w sprawie dywidendy

Zarząd spółki zaleca wypłatę dywidendy w wysokości 1,0 PLN na akcję. Przegląsowanie takiego poziomu dywidendy przez Walne implikuje 5,9% stopy dywidendy.

Talex

Kontrakt z ZUS

Konsorcjum BIW Koncept i Talexu wygrało przetarg w ZUS na dostawę licencji na oprogramowanie stanowiskowe Microsoft lub równoważne z prawem użytkowania na 13 tys. stacjach roboczych i notebookach. Wartość zamówienia to 30,2 mln PLN brutto. Przetarg było organizowany według procedury przyspieszonej ograniczonej. Przy 61,9 mln PLN zeszłorocznej sprzedaży powyższy kontrakt ma istotne znaczenie dla przyszłych wyników spółki. Przy uwzględnieniu 50% udziału w realizacji projektu backlog spółki powiększa się o dodatkowe 12,2 mln PLN tj. około 20% zeszłorocznych przychodów.

**AB (Akumuluj)**

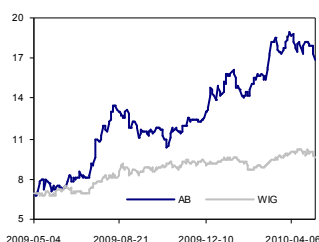
Cena bieżąca: 16,9 PLN

Cena docelowa: 18,8 PLN

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-06

(mIn PLN)	2008/09	2009/10P	zmiana	2010/11P	zmiana	2011/12P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 839,7	2 635,9	-7,2%	2 784,8	5,6%	2 996,2	7,6%	Liczba akcji (mln)	16,0
EBITDA	81,9	45,7	-44,2%	49,7	8,8%	53,3	7,1%	MC (cena bieżąca)	269,6
marża EBITDA	2,9%	1,7%		1,8%		1,8%		EV (cena bieżąca)	351,8
EBIT	76,5	40,2	-47,4%	44,2	9,8%	47,7	7,9%	Free float	51,9%
Zysk netto	27,0	26,5	-1,7%	27,4	3,2%	30,1	10,0%		
P/E	10,0	10,2		9,9		9,0		Zmiana ceny: 1m	-9,4%
P/CE	8,3	8,4		8,2		7,5		Zmiana ceny: 6m	45,7%
P/BV	1,0	0,9		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	138,7%
EV/EBITDA	4,6	7,8		7,1		6,4		Max (52 tyg.)	18,9
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	7,1



Mimo mniej sprzyjającego otoczenia makroekonomicznego (słabszy popyt konsumencki w Polsce, osłabienie czeskiej korony) AB powinno zaprezentować dobre wyniki za trzeci kwartał roku. W ciągu ostatniego miesiąca notowania spółki obniżyły się o 10,6% sprowadzając wycenę spółki po wskaźnikach bieżącego roku do 10,2 P/E i 7,8 EV/EBITDA. Naszym zdaniem spółka prezentuje się w tym momencie najatrakcyjniej w całej branży dystrybucyjnej. Zalecamy przeważanie akcji spółki w portfelu podnosząc jednocześnie rekomendację do akumuluj.



Action (Trzymaj)

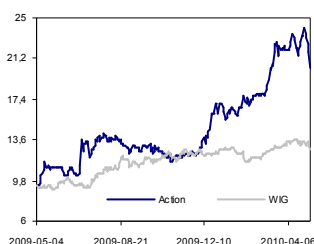
Cena bieżąca: 20,4 PLN

Cena docelowa: 18,49 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-07

(mIn PLN)	2007/08	2008/09	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 343,4	3 136,2	33,8%	2 142,3	-31,7%	2 344,6	9,4%	Liczba akcji (mln)	17,2
EBITDA	66,3	62,2	-6,2%	49,0	-21,3%	57,4	17,2%	MC (cena bieżąca)	351,5
marża EBITDA	2,8%	2,0%		2,3%		2,4%		EV (cena bieżąca)	447,4
EBIT	58,3	49,2	-15,5%	40,1	-18,6%	48,4	20,7%	Free float	35,9%
Zysk netto	33,8	31,2	-7,6%	27,0	-13,6%	33,3	23,5%		
P/E	10,4	11,3		13,0		10,6		Zmiana ceny: 1m	-7,3%
P/CE	8,4	8,0		9,8		8,3		Zmiana ceny: 6m	68,6%
P/BV	1,9	1,9		1,7		1,5		Zmiana ceny: 12m	112,5%
EV/EBITDA	7,6	7,4		9,1		7,8		Max (52 tyg.)	24,0
Dyid (%)	1,3	6,8		1,8		1,5		Min (52 tyg.)	9,6



Głównym czynnikiem zagrożenia dla wyników Actionu wydają nam się w tej chwili zmiany kursów walutowych. Osłabienie złotego może według nas negatywnie odbić się na wynikach drugiego kwartału roku obrotowego. Z uwagi na powyższe czynniki ryzyka uważamy, że mimo spadku kursu obserwowanego w ostatnich tygodniach bieżąca wycena dobrze odzwierciedla profil ryzyka związany z inwestycją w akcje Actionu. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

0,85 PLN dywidendy na akcję

Decyzją WZA Action wypłaci swoim akcjonariuszom 0,85 PLN dywidendy na akcję. Dniem ustalenia prawa do dywidendy będzie 6 maja, a wypłata nastąpi 21 maja. Przegłosowana dywidenda przekłada się na stopę dywidendy na poziomie 3,9%.

Kontrakt na dostawę sprzętu do CPI MSWiA

CPI MSWiA wyłoniło dziesięć konsorcjów, które złożyły najkorzystniejsze oferty w przetargu na dostawę urządzeń brzegowych dla potrzeb wdrożenia aplikacji informatycznych realizowanych w ramach projektów prowadzonych przez CPI MSWiA. Wśród zwycięzców, z którymi CPI MSWiA podpisze umowę ramową, są Comarch i Action. Wartość oferty złożonej przez Action była na poziomie 26,77 mln PLN, oferta Comarchu opiewała na kwotę 25,54 mln PLN brutto. Jest to pozytywna informacja dla obydwu spółek. Realizacja zamówień powiększy przychody spółek o odpowiednio 21,9 mln PLN i 20,9 mln PLN. W przypadku Actionu marża na kontrakcie powinna być wyższa od przeciętnie realizowanej. W Comarchu kontrakt sprzętowy będzie obniżał średnią realizowaną marżę. Zysk operacyjny kontraktów szacujemy w obydwu przypadkach na około 1,5 mln PLN. Termin na wyczerpanie wolumenu zamówienia to 36 miesięcy, jednak oczekujemy, że limit zostanie osiągnięty w ciągu 2 lat co przekłada się na 0,75 mln PLN dodatkowego zysku rocznie.

Prezes Bieliński o perspektywach na 2010 rok

Prezes Actionu w rozmowie z dziennikarzami potwierdził, że odbicia na rynku sprzętu IT w tej chwili nie widać i że jego zdaniem na poprawę sytuacji będzie trzeba czekać co najmniej do sierpnia-września. Stwierdził też, że mimo problemów, jakie przeżywała sprzedaż IT i sprzętu RTV na początku roku (niektóre podmioty zanotowały nawet 20-30% spadki obrotów) Actionowi udało się w pierwszym kwartale poprawić sprzedaż. Prezes podtrzymał również, że w tym roku każda ze spółek zależnych będzie rentowna. W naszej opinii na odbicie na rynku IT trzeba będzie poczekać co najmniej do czwartego kwartału tego roku. Poprawa przychodów r/r w pierwszym kwartale stanowi potencjał do pozytywnego zaskoczenia w stosunku do naszych prognoz, gdyż my ze swojej strony zakładaliśmy około 5% spadek obrotów wynikający m.in. ze sprzedaży Action Ukraina.



ASBIS (Redukuj)

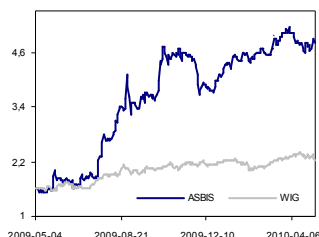
Cena bieżąca: 4,79 PLN

Cena docelowa: 4,61 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-29

(mIn USD)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 495,3	1 167,9	-21,9%	1 316,8	12,7%	1 470,0	11,6%	Liczba akcji (mln)	55,5
EBITDA	18,2	5,8	-68,1%	18,3	216,7%	22,3	21,6%	MC (cena bieżąca)	265,8
marża EBITDA	1,2%	0,5%		1,4%		1,5%		EV (cena bieżąca)	325,6
EBIT	15,3	2,9	-81,2%	15,4	431,5%	19,2	25,3%	Free float	34,2%
Zysk netto	4,0	-3,2		7,9		11,0	39,6%		
P/E	20,7			10,6		7,6		Zmiana ceny: 1m	-4,2%
P/CE	12,2			7,7		5,9		Zmiana ceny: 6m	3,0%
P/BV	0,9	0,9		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	213,1%
EV/EBITDA	6,3	16,4		5,6		4,7		Max (52 tyg.)	5,1
Dyid (%)	10,8	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	1,5



Spodziewamy się, że wyniki pierwszego kwartału nie zachwycą inwestorów mimo znacznego wzrostu generowanych przychodów, na co wpływ będą według nas miały straty poniesione na różnicach kursowych. Zwracamy jednocześnie uwagę, że negatywny trend dotyczący kursów walutowych nie zakończył się wraz z końcem pierwszego kwartału i jest póki co kontynuowany również w drugim kwartale. Może to negatywnie wpływać na wyniki drugiego kwartału, co pod znakiem zapytania stawia oczekiwaną przez inwestorów skalę tegorocznego poprawy wyników. Uważamy, że bieżąca wycena nie w pełni dyskontuje powyższe czynniki ryzyka i w związku z tym **podtrzymujemy rekomendację redukuj.**

WZA zwołane na 18 maja

WZA akcjonariuszy Asbis zostało zwołane na 18 maja. Przedmiotem głosowania w jego trakcie będzie między innymi podział wyniku z 2009 roku. Projekt uchwały przewiduje niewypłacenie dywidendy w tym roku. Spółka poniosła w 2009 roku stratę, a gotówka netto wypracowana na koniec roku jest naszym zdaniem w dużej mierze efektem zastosowania na szeroką skalę faktoringu. Również zarząd dawał sygnały, że będzie rekomendował zatrzymanie zysku w spółce.



Asseco Poland (Kupuj)

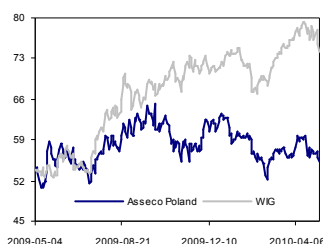
Cena bieżąca: 55,3 PLN

Cena docelowa: 72,1 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-06

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 786,6	3 050,3	9,5%	3 193,7	4,7%	3 389,2	6,1%	Liczba akcji (mIn)	77,6
EBITDA	591,8	646,1	9,2%	641,2	-0,7%	663,2	3,4%	MC (cena bieżąca)	4 289,4
marża EBITDA	21,2%	21,2%		20,1%		19,6%		EV (cena bieżąca)	4 692,0
EBIT	494,3	525,5	6,3%	517,6	-1,5%	537,0	3,7%	Free float	55,1%
Zysk netto	321,6	373,4	16,1%	337,1	-9,7%	358,2	6,2%		
P/E	13,3	11,5		12,7		12,0		Zmiana ceny: 1m	-4,0%
P/CE	10,2	8,7		9,3		8,9		Zmiana ceny: 6m	-2,2%
P/BV	1,1	1,0		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	5,8%
EV/EBITDA	7,5	7,3		7,3		6,8		Max (52 tyg.)	65,1
Dyid (%)	2,8	2,6		2,4		2,5		Min (52 tyg.)	50,8



Notowania Asseco pozostawały w ostatnich tygodniach pod silnym negatywnym wpływem zamieszania związanego z planowaną emisją akcji serii I i obniżeniem przez zarząd ceny emisyjnej z 60 PLN do 54 PLN. Od strony fundamentalnej uważamy, że spółka dobrze poradzi sobie z uzupełnianiem portfela zamówień po zakończeniu projektu w PKO BP. Tegoroczne wskaźniki wyceny na poziomie 12,7 P/E i 7,3 EV/EBITDA implikują bardzo atrakcyjne poziomy dyskonta w stosunku do spółek porównywalnych sięgające odpowiednio 11,7% i 14,5%, mimo że z wyceny Asseco należałoby dodatkowo zdjąć posiadane akcje własne, które stanowią istotne aktywo nieoperacyjne spółki. Jednocześnie spodziewamy się publikacji w tym miesiącu bardzo dobrych wyników pierwszego kwartału, co powinno zostać uwzględnione w decyzjach inwestorów przekładając się na lepsze od indeksu zachowanie kursu spółki. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Zatwierdzenie prospektu finansowego

Dyrektor zarządzający pionem nadzoru rynku kapitałowego UKNF zatwierdził dokument ofertowy i dokument podsumowujący, składające się wraz z dokumentem rejestracyjnym na prospekt emisyjny Asseco Poland. Zdaniem przedstawicieli spółki Asseco Poland będzie chciało przeprowadzić emisję najszybciej jak to możliwe. Przeprowadzenie oferty przed planowanymi ofertami PZU i Taurona może mieć istotny wpływ na szanse powodzenia emisji Asseco.

Najkorzystniejsza oferta Asseco Systems w przetargu dla policji

Asseco Systems złożyło najlepszą ofertę w przetargu na roczny serwis dwóch systemów używanych przez policję. Wartość kontraktu to około 7,5 mln PLN. Wartość netto zamówienia to około 2,7% zeszłorocznych przychodów spółki zależnej.

Ustalenie ceny emisyjnej dla akcji serii I

Cena emisji akcji serii I została ustalona na 54,0 PLN. Prawa poboru były notowane w okresie 23 kwietnia do 5 maja. Ustalona cena wydaje nam się bardzo niska i wynikała prawdopodobnie z presji związanej z ofertą PZU. Wydaje nam się, że tak znaczne dyskonto jest błędem spółki w obliczu planów upłynnienia kolejnych 5,5 mln akcji własnych. Odstąpienie od wcześniejszej ceny minimalnej (60,0 PLN) rozbudzi apetyty na dalsze dyskonta przy następnych emisjach. Z punktu widzenia neutralności ceny emisyjnej dobrym rozwiązaniem byłoby znaczne skrócenie okresu pomiędzy przyznaniem praw poboru a ustaleniem ceny emisyjnej, tak by akcjonariat z dnia przyznania praw i z dnia ustalenia ceny różniły się minimalnie co ograniczyłoby liczbę niezadowolonych inwestorów. W modelu wyceny akcje własne wyceniliśmy po 49,0 PLN a zatem niżej od ostatecznej ceny. Niska cena emisyjna, a także dyskontowanie przez inwestorów podobnych dyskont przy następnych emisjach może jednak w najbliższym czasie negatywnie wpływać na postrzeganie spółki. Jej operacyjne perspektywy pozostają oceniamy jako bardzo dobre.

Asseco w drugim etapie przetargu na system poboru opłat drogowych

GDDKiA zakończyła pierwszy etap przetargu na budowę krajowego systemu poboru opłat. Z dziesięciu podmiotów, które zgłosiły się do pierwszego etapu, sześć firm i konsorcjów zakwalifikowano do dalszego postępowania. Wśród nich znajduje się konsorcjum, w którego składzie są Asseco Poland i Asseco Czech Republic. Podpisanie umowy ze zwycięzcą przetargu jest planowane na lipiec tego roku, a system ma być uruchomiony 1 lipca 2011 roku. Całość budżetu projektu (wraz z 8-letnim utrzymaniem) przewidywana jest na 500-1000 mln PLN.



WZA zatwierdziło 1,47 PLN dywidendy

WZA zatwierdziło projekt uchwały przewidujący wypłatę akcjonariuszom 1,47 PLN na akcję w formie dywidendy. Dniem ustalenia prawa do dywidendy będzie 25 czerwca 2010 roku, a dniem wypłaty 2 lipca 2010 roku.



ComArch (Redukuj)

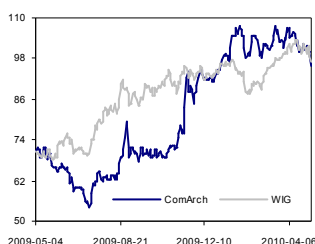
Cena bieżąca: 96,1 PLN

Cena docelowa: 93,1 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-02-15

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	701,0	730,6	4,2%	710,8	-2,7%	829,4	16,7%	Liczba akcji (mln)	8,0
EBITDA	66,0	57,7	-12,6%	66,8	15,8%	89,0	33,2%	MC (cena bieżąca)	765,0
marża EBITDA	9,4%	7,9%		9,4%		10,7%		EV (cena bieżąca)	697,4
EBIT	45,9	15,8	-65,5%	34,8	119,7%	56,4	62,1%	Free float	22,5%
Zysk netto	199,1	33,3	-83,3%	39,2	17,7%	51,1	30,3%		
P/E	3,8	22,9		19,5		15,0		Zmiana ceny: 1m	-9,2%
P/CE	3,5	10,2		10,7		9,1		Zmiana ceny: 6m	29,0%
P/BV	1,4	1,4		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	35,0%
EV/EBITDA	10,7	11,7		10,4		7,7		Max (52 tyg.)	107,9
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	54,1



Comarch pozostaje w naszej opinii przewartościowaną spółką z wskaźnikami (10,4 EV/EBITDA₂₀₁₀, 19,5 P/E 2010) daleko odbiegającymi od notowań porównywalnych spółek informatycznych w Polsce i zagranicą (odpowiednio 34,0% i 32,3% premii). Naszym zdaniem usprawiedliwieniem dla tak wysokiej wyceny mógłby być szybki start budowy elektronicznej administracji w Polsce ze znacznym udziałem Comarchu w realizowanych pracach. W takim scenariuszu zalecalibyśmy jednak inwestowanie w spółki informatyczne, których notowania w mniejszym stopniu uwzględniają premię z tytułu boomu w zamówieniach ze strony administracji publicznej. Publikowane w maju wyniki pierwszego kwartału powinny być lepsze od ubiegłorocznych, jednak niewielkie poziomy wypracowanego zysku operacyjnego i zysku netto nie będą raczej stanowiły zachęty do inwestowania w akcje spółki. Podtrzymujemy rekomendację redukuj.

Poprawa w segmencie ERP

Zgodnie z wypowiedzią wiceprezesa Zbigniewa Rymarczyka sprzedaż w segmencie ERP wzrosła w Comarchu w pierwszym kwartale 2010 roku o kilkanaście procent, z czego kluczowe był marże, gdzie zanotowano 50% wzrost obrotów segmentu. W skali całego roku oczekiwany jest kilkuprocentowy wzrost przychodów spółki. W obecnej wycenie rynkowej spółki „zaszyta” jest znaczna poprawa tegorocznych wyników finansowych. Nie sądzimy by kilkuprocentowy wzrost przychodów zapowiadał wyniki uzasadniające wycenę EV na poziomie 750 mln PLN.

Kontrakt w NBP

Comarch wygrał przetarg organizowany przez Narodowy Bank Polski na dostawę aktualizacji i uzupełnienie licencji oprogramowania Microsoft w ramach trzyletniego programu licencyjnego Microsoft Enterprise i Microsoft Select oraz obsługę tego programu. Wartość oferty złożonej przez spółkę to 13,5 mln PLN brutto. Przetarg był organizowany według procedury otwartej. Złożono w nim w sumie cztery oferty. Wartość umowy netto to około 11,0 mln PLN. Projekt oparty jest na dostawie obcego oprogramowania, stąd marża na nim generowana będzie znacząco niższa od przeciętnej marży operacyjnej osiąganej przez Comarch (oczekujemy 1-2% rentowności).

Kontrakt na dostawę sprzętu do CPI MSWiA

CPI MSWiA wyłoniło dziesięć konsorcjów, które złożyły najkorzystniejsze oferty w przetargu na dostawę urządzeń brzegowych dla potrzeb wdrożenia aplikacji informatycznych realizowanych w ramach projektów prowadzonych przez CPI MSWiA. Wśród zwycięzców, z którymi CPI MSWiA podpisze umowę ramową, są Comarch i Action. Wartość oferty złożonej przez Action była na poziomie 26,77 mln PLN, oferta Comarchu opiewała na kwotę 25,54 mln PLN brutto. Jest to pozytywna informacja dla obydwu spółek. Realizacja zamówień powiększy przychody spółek o odpowiednio 21,9 mln PLN i 20,9 mln PLN. W przypadku Actionu marża na kontrakcie powinna być wyższa od przeciętnie realizowanej. W Comarchu kontrakt sprzętowy będzie obniżał średnią realizowaną marżę. Zysk operacyjny kontraktów szacujemy w obydwu przypadkach na około 1,5 mln PLN. Termin na wyczerpanie wolumenu zamówienia to 36 miesięcy, jednak oczekujemy, że limit zostanie osiągnięty w ciągu 2 lat co przekłada się na 0,75 mln PLN dodatkowego zysku rocznie.

Comarch głównym sponsorem TSV 1860 Monachium

Spółka IT Comarch i TSV 1860 Monachium podpisały 5 maja umowę, na mocy której polska firma zostanie głównym sponsorem niemieckiego klubu piłkarskiego w najbliższym sezonie. Z informacji prasowej Comarch wynika, że spółka zainwestuje 2 mln EUR. TSV 1860 Monachium i Comarch współpracują od grudnia 2009 roku. Polska spółka IT została sponsorem w czasie rozgrywek drugiej ligi piłki nożnej Bundesligi w sezonie 2009/2010. W mijającym sezonie koszt sponsoringu wynosił około 1,0 mln EUR, a zatem tegoroczny koszt zaksięgowany przez Comarch wyniesie około 1,5 mln EUR, by wzrosnąć do 2,0 mln EUR w kolejnych latach.



Komputronik (Trzymaj)

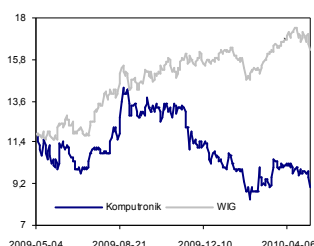
Cena bieżąca: 9 PLN

Cena docelowa: 11,56 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-08

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	758,7	1 025,4	35,2%	916,9	-10,6%	1 040,2	13,5%	Liczba akcji (mIn)	8,2
EBITDA	15,0	10,1	-32,5%	16,2	60,2%	23,3	43,4%	MC (cena bieżąca)	73,8
marża EBITDA	2,0%	1,0%		1,8%		2,2%		EV (cena bieżąca)	116,9
EBIT	10,0	2,3	-76,6%	10,8	362,3%	17,7	64,8%	Free float	25,2%
Zysk netto	5,8	2,2	-63,0%	7,5	247,9%	11,5	53,7%		
P/E	12,7	34,2		9,8		6,4		Zmiana ceny: 1m	-11,9%
P/CE	6,8	7,4		5,7		4,3		Zmiana ceny: 6m	-32,1%
P/BV	0,5	0,5		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-19,6%
EV/EBITDA	6,1	11,2		7,2		4,9		Max (52 tyg.)	14,3
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	8,4



Wyniki Komputronika za piąty kwartał będą pod wpływem negatywnego oddziaływania mroźnej zimy oraz nadal toczącej się restrukturyzacji Karenu. Słabe wyniki piątego kwartału wpłyną dodatkowo na obniżenie ceny emisyjnej dla akcji emitowanych w ramach programu motywacyjnego. Mimo stosunkowo niskiej wyceny na tle branży detalicznej wydaje nam się, że specyfika handlu sprzętem IT (inna wrażliwość popytu konsumenckiego) powoduje, że nie należy bezpośrednio przekładać wskaźników np. spółek odzieżowych na działalność Komputronika. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Trudny pierwszy kwartał

Zdaniem prezesa Buczkowskiego pierwszy kwartał był dla dystrybucji IT słabszy pod względem obrotów niż analogiczny okres 2009 roku, przy czym szczególnie słabo zachowywał się mocny przed rokiem segment klientów indywidualnych. W opinii prezesa na ożywienie będzie trzeba poczekać przynajmniej do drugiego kwartału, a rynek w tym roku wzrośnie maksymalnie o kilka procent. Słowa prezesa Buczkowskiego i wcześniej publikowane słabe dane dotyczące sprzedaży detalicznej wskazują, że początek roku był dla spółki mało udany. W odniesieniu do rynku uważamy, że ten rok może nie przynieść jeszcze wzrostu wartości głównie ze względu na pojawiające się problemy w segmencie klientów detalicznych. Nawet jeżeli w końcówce roku poprawi się sytuacja w segmencie korporacyjnym i sektor publiczny zwiększy liczbę przetargów, to może to nie wystarczyć do pozytywnej dynamiki rynku wobec słabości konsumenta.



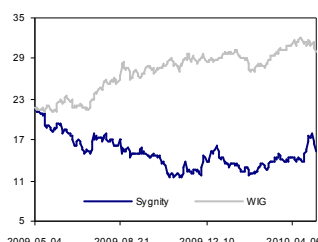
Sygnity (Kupuj)

Cena bieżąca: 15,42 PLN Cena docelowa: 18,2 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-02

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	995,7	572,7	-42,5%	653,0	14,0%	756,8	15,9%	Liczba akcji (mln)	11,9
EBITDA	56,6	-60,3		22,0		39,1	78,0%	MC (cena bieżąca)	183,3
marża EBITDA	5,7%	-10,5%		3,4%		5,2%		EV (cena bieżąca)	222,2
EBIT	11,5	-94,8		-9,6	-89,9%	8,4		Free float	66,1%
Zysk netto	-1,5	-89,4	5923,7%	-13,7	-84,7%	0,3			
P/E						703,8		Zmiana ceny: 1m	6,4%
P/CE	4,2			10,2		5,9		Zmiana ceny: 6m	32,9%
P/BV	0,5	0,6		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	-27,3%
EV/EBITDA	3,5			10,1		5,5		Max (52 tyg.)	21,2
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	11,5



Notowania spółki wzrosły w kwietniu o 7,0%. Podpisana umowa z IBM nie stanowi w naszym odczuciu kreacji wartości dla spółki. Przed nami publikacja bardzo słabych według nas wyników pierwszych trzech miesięcy roku i dopiero od drugiego kwartału można naszym zdaniem oczekiwać poprawy sytuacji w spółce. Spodziewamy się, że na połowę maja Backlog spółki będzie tylko nieznacznie niższy od ubiegłorocznego co stwarza duże szanse na dwucyfrowy wzrost przychodów w tym roku (efekt bardzo słabej kontraktacji drugiej połowy 2009). Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Przedłużenie finansowania kredytowego

Sygnity poinformowało o porozumieniu z bankami dotyczącym przedłużenia o 12 miesięcy umów kredytowych z Bankiem Pekao oraz z BRE Bankiem. Informacja pozytywna, aczkolwiek inwestorzy dyskutowali już wcześniej w swoich decyzjach inwestycyjnych taki scenariusz. Mimo znacznych zasobów gotówkowych jakie w tej chwili posiada spółka za dobre rozwiązanie uważamy tej chwili rolowanie jak największej ilości z wyemitowanych obligacji, co pozwoli na swobodny udział w oczekiwanych przez nas dużych przetargach publicznych.

Sygnity z TPSA dostarczą telefony IP dla OST 112

Wspólna oferta Sygnity i TPSA znalazła się wśród siedmiu najkorzystniejszych ofert w przetargu na dostawę telefonów IP dla potrzeb usług transmisji głosu w ramach sieci OST 112. Poza Sygnity i TP SA oferty niepodlegające odrzuceniu złożyły także: NextraOne Polska, Sevenet, Intertrading System Technology, IT.expert i Consortia. Konsorcjum Sygnity i TPSA dostarczy 5000 telefonów. Czas trwania umowy to 36 miesięcy lub do wyczerpania wolumenu sprzedaży. Szacowana wartość zamówienia to około 10 mln PLN brutto. Szacujemy, że udział Sygnity w konsorcjum to 50%, co daje około 3,9 mln PLN netto do portfela kontraktów.

WZA zadecyduje o połączeniu z Aramem

13 maja 2010 roku odbędzie się walne zgromadzenie akcjonariuszy, którego najważniejszym punktem będzie decyzja o połączeniu ze spółką zależną Aram. Plan wchłonięcia Aramu jest znany inwestorom od dłuższego czasu. Celem połączenia jest zredukowanie kosztów działalności. Szacujemy, że oszczędności te będą niewielkie (około 1 mln PLN rocznie). Dużo większych cięć kosztów można się spodziewać przy połączeniu z innymi spółkami zależnymi.

Kontrakt z GUS

Sygnity w konsorcjum z Telekomunikacją Polską i PTK Centertel podpisało kontrakt z GUS na wykonanie konfiguracji i serwisu terminali mobilnych wraz z usługą transmisji danych i głosu na potrzeby przeprowadzenia Powszechnego Spisu Rolnego w 2010 r. oraz Narodowego Spisu Powszechnego Ludności i Mieszkań w 2011 r. Wartość zamówienia to około 46,5 mln PLN brutto. Szacujemy, że udział Sygnity w konsorcjum wynosi około 25%, co przekłada się na dodatkowe 9,5 mln PLN do portfela kontraktów, co stanowi około 1,5% prognozowanych przez nas na ten rok przychodów. Czas realizacji zamówienia wynosi około 2 lat (dwa spisy powszechne), a co za tym idzie tegoroczny backlog zasili kwota około 5,0 mln PLN, czyli 0,75% naszej prognozy przychodów.

Kolejny kontrakt od GUS

Oferta Sygnity została wybrana jako najkorzystniejsza w przetargu GUS na rozbudowę i utrzymanie systemu informatycznego wspierającego przeprowadzenie spisów powszechnych. Z informacji PAP wynika, że wartość oferty złożonej przez spółkę to około 18 mln PLN brutto. Czas trwania zamówienia został określony na 18 miesięcy od dnia jego udzielenia. Wartość zamówienie netto to około 14,8 mln PLN, co stanowi 2,2% naszej tegorocznej prognozy przychodów spółki.



Strategia 2010-2012 będzie upubliczniona w czerwcu

Zarząd Sygnity przedstawi plan rozwoju spółki na najbliższe lata na początku czerwca. Od strategii oczekujemy przede wszystkim przedstawienia źródeł oszczędności kosztowych pozwalających wyprowadzić spółkę na rentowność, a także plan rozwoju biznesowego w okresie poprawy koniunktury. Najważniejsze będą tu oszczędności spoza kosztów osobowych, gdyż po poprawie koniunktury spółce może być ciężko odtworzyć potencjał ludzki i dlatego cięcia zatrudnienia po ostatnich redukcjach (około 350 etatów) będą prawdopodobnie ograniczane. Z zapowiedzi zarządu dotyczących współpracy z zagranicznym partnerem w segmencie energetycznym można wysunąć wniosek, że ma to być docelowo jedna z najważniejszych gałęzi działalności.

Górnictwo, metale



KGHM (Redukuj)

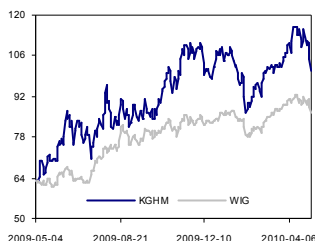
Cena bieżąca: 100,7 PLN Cena docelowa: 90,4 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-01

Podstawowe dane (mIn PLN)

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana		
Przychody	11 302,9	11 060,5	-2,1%	11 060,5	0,0%	10 555,6	-4,6%	Liczba akcji (mln)	200,0
EBITDA	4 077,7	3 645,7	-10,6%	3 673,0	0,7%	2 703,4	-26,4%	MC (cena bieżąca)	20 140,0
marża EBITDA	36,1%	33,0%		33,2%		25,6%		EV (cena bieżąca)	18 369,6
EBIT	3 596,4	3 098,1	-13,9%	3 098,1	0,0%	2 077,2	-33,0%	Free float	36,0%
Zysk netto	2 910,4	2 540,9	-12,7%	3 212,3	26,4%	1 901,8	-40,8%		
P/E	6,9	7,9		6,3		10,6		Zmiana ceny: 1m	-8,0%
P/CE	5,9	6,5		5,3		8,0		Zmiana ceny: 6m	2,4%
P/BV	1,9	1,9		1,7		1,7		Zmiana ceny: 12m	56,9%
EV/EBITDA	4,5	5,3		5,0		7,1		Max (52 tyg.)	116,1
Dyid (%)	8,9	11,6		7,6		11,2		Min (52 tyg.)	64,2



Po raz pierwszy od wielu lat wygląda na to, że zarząd KGHM faktycznie realizuje zapowiadane inwestycje a nie tylko straszy nimi akcjonariuszy przed WZA, które ma decydować o wysokości dywidendy. Przy obecnych cenach surowców sfinansowanie CAPEX nie jest dla spółki problemem, w długim okresie wydatki wydają się być uzasadnione. Przy rozpoczętych dużych projektach inwestycyjnych, w średnim horyzoncie każdy spadek cen miedzi – obniżający FCF będzie wywoływał obawy o bilans spółki. Podtrzymujemy negatywną rekomendację.

Termin ZWZA

ZWZA KGHM zostało zwołane na 17 maja 2010 roku. W punktach obrad jest propozycja wypłaty dywidendy w wysokości 3 PLN na akcję. Dniem nabycia prawa do dywidendy będzie 17 czerwca a dniem wypłaty 8 lipca. Pomimo decyzji Rady Nadzorczej, która zaakceptowała propozycję zarządu dotyczącą wysokości dywidendy uważamy, że Skarb Państwa na WZA podwyższy dywidendę do 5-6 PLN na akcję – jak miało to miejsce chociażby w przypadku Enea.

KGHM zbuduje kopalnię w Kanadzie za 1,7 mld PLN

KGHM podpisał umowę z Abacus Mining & Exploration (firma zajmująca się poszukiwaniem złóż, notowana na giełdzie TSX – Venture (TSX-V) w Kanadzie) w sprawie wspólnej realizacji projektu górniczego miedzi i złota Afton. Za 37 mln EUR KGHM kupi 51% udziałów w tworzonej wspólnie z Abacus spółce joint - venture. Abacus wniesie prawa do złoża Afton – Ajax. Środki pieniężne zostaną przeznaczone na wykonanie Bankowego Studium Wykonalności oraz na dalsze prace eksploracyjne. Ponadto KGHM ma prawo nabycia opcji na zakup dalszych 29% udziałów, za kwotę nie większą niż 35 mln USD. Termin zawarcia ostatecznej umowy joint - venture (konieczna zgoda udziałowców Abacus) to drugi kwartał 2010 roku, jednak nie później niż do 30 września 2010 r. Ponadto zawarta umowa przewiduje nabycie do 10% akcji spółki Abacus (15 mln sztuk akcji) w drodze emisji zamkniętej za łączną kwotę 4,5 mln CAD w terminie do 10 maja 2010 r. Na mocy postanowień KGHM zorganizuje finansowanie wydatków inwestycyjnych projektu w wysokości 535 mln USD (1,6 mld PLN) Zobowiązanie powstanie w momencie wykonania przez KGHM prawa opcji na nabycie dodatkowych 29% udziałów w spółce joint – venture. Projekt zakłada produkcję roczną miedzi na poziomie 50 tys. ton a produkcję złota na poziomie 100 tys. uncji. Przewiduje się 23 - letni okres eksploatacji złoża począwszy od roku 2013. Koszty produkcji jednej tony miedzi szacowane są na poziomie ok. 2000 USD. Dane dotyczące złoża podane przez KGHM są wręcz fantastyczne, szczególnie w zakresie kosztu produkcji (rozumiemy, że jego niski poziom to efekt w głównej mierze przychodom ze sprzedaży złota, bez kosztu jednostkowego na poziomie ok. 4 tys. USD). W scenariuszu w którym w roku 2013, kiedy KGHM zacznie eksplorację, ceny miedzi i złota utrzymają się na obecnym poziomie a spółka potwierdzi w dalszych badaniach geologicznych, że jednostkowy koszt produkcji to zaledwie 2 tys. USD/t - ta cała inwestycja (dająca 200 mln USD zysku brutto rocznie) zwraca się zaledwie po 4 latach. W takim razie jak to możliwe, że Abacus oddaje tak atrakcyjne złoża za relatywnie niewielkie pieniądze i czy nie znalazł się nikt inny (wielki koncerny wydobywcze, private equity) chętny do jego eksploracji przed KGHM, kiedy na świecie podobno brakuje miedzi? Odpowiedzią prawdopodobnie są czynniki ryzyka, których na obecną chwilę nie znamy.

KGHM planuje, że do 2014 roku wyda na inwestycje 13,7 mld PLN, z czego 5,7 mld PLN przeznaczy na inwestycje kapitałowe (w tym roku 1,6 mld PLN). Spółka za kilka miesięcy może poinformować o kolejnych projektach inwestycyjnych, w tym również surowcowe. Głównym obszarem poszukiwań będzie nadal Kanada. Ponadto KGHM zamierza wydać w najbliższych latach około 260 mln PLN na poszukiwanie i eksplorację w sąsiedztwie należących obecnie do



KGHM złóż, czyli w regionach Synkliny Grodzieckiej, gdzie znajduje się tzw. Kopalnia Konrad, Gaworzyc Radwanic, Nowin, a także rejonu Weisswasser. Okres eksploracji i przygotowań do wydobywania może potrwać około 10 lat.



LW Bogdanka (Kupuj)

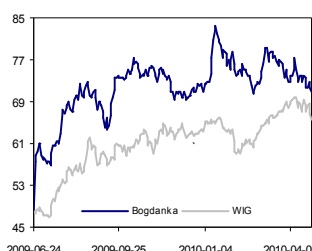
Cena bieżąca: 61,45 PLN

Cena docelowa: 80,1 PLN

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-06

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 033,3	1 118,0	8,2%	1 184,0	5,9%	1 574,8	33,0%	Liczba akcji (mIn)	34,0
EBITDA	339,6	362,1	6,6%	388,9	7,4%	545,0	40,1%	MC (cena bieżąca)	2 090,1
marża EBITDA	32,9%	32,4%		32,8%		34,6%		EV (cena bieżąca)	2 131,8
EBIT	203,5	226,7	11,4%	243,3	7,3%	333,8	37,2%	Free float	33,0%
Zysk netto	156,0	190,8	22,3%	184,0	-3,6%	257,5	40,0%		
P/E	13,4	11,0		11,4		8,1		Zmiana ceny: 1m	-3,5%
P/CE	7,2	6,4		6,3		4,5		Zmiana ceny: 6m	-4,8%
P/BV	1,9	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	6,2	5,0		5,5		3,6		Max (52 tyg.)	83,5
Dyid (%)	0,4	4,3		1,0		0,9		Min (52 tyg.)	48,0



Rok 2010 będzie stał pod znakiem nieco wyższego wydobycia, ale przy niższych cenach sprzedaży (-2% r/r) i wyższych kosztach operacyjnych (amortyzacja, program inwestycyjny). Rynek węgla stabilizuje się i w kolejnych miesiącach presja ze strony importu węgla nadal powinna maleć, po tym jak kopalnie śląskie dopasowały swoje ceny do cen importowych. Pozytywne dla spółki jest osłabienie PLN w stosunku do USD, co obniża konkurencyjność węgla importowanego. Biorąc pod uwagę naszą cenę docelową i obecny kurs akcji spółki podwyższamy rekomendację inwestycyjną do kupuj.

Skarb zmniejsza zaangażowanie

W wyniku zawarcia 790 umów nieodpłatnego zbycia akcji przez Skarb Państwa na rzecz osób uprawnionych na podstawie ustawy o komercjalizacji i prywatyzacji (akcje pracownicze) Skarbu Państwa, zmniejszył udziały w kapitale zakładowym spółki z 13,84% do 11,82%. W kolejnych miesiącach, przekazując dalej akcje pracownikom Skarb Państwa dalej zmniejszał zaangażowania aż do ok. 4,9%. Akcje przyznane pracownikom objęte są dwuletnim okresem zakazu sprzedaży, liczonym od dnia przydziału.

Bogdanka przesunie plany nowej emisji

.... przynajmniej do przyszłego roku. Od początku roku spółki informowała, że nie wyklucza nowej emisji, by pozyskać kolejne 300-500 mln PLN na inwestycje. Plany emisji zmieniły się, gdy w marcu MSP oddało kontrolę nad spółką i sprzedało pakiet swoich akcji za ponad 1,1 mld PLN. Informacja bez wpływu na kurs. Naszym zdaniem spółka nie przeprowadzi emisji akcji również w przyszłym roku.

Przemysł



Astarta (Sprzedaj)

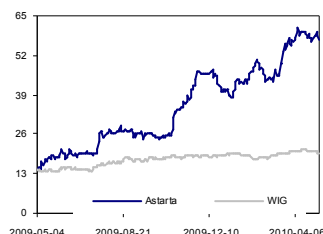
Cena bieżąca: 57,2 PLN

Cena docelowa: 31,6 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2010-02-12

(mIn UAH)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	970,7	1 470,4	51,5%	1 624,5	10,5%	1 746,0	7,5%	Liczba akcji (mln)	25,0
EBITDA	223,5	501,2	124,3%	492,2	-1,8%	549,7	11,7%	MC (cena bieżąca)	1 430,0
marża EBITDA	23,0%	34,1%		30,3%		31,5%		EV (cena bieżąca)	1 724,8
EBIT	150,8	429,6	184,9%	418,5	-2,6%	468,6	12,0%	Free float	54,8%
Zysk netto	-89,2	293,1		254,3	-13,2%	292,9	15,2%		
P/E		12,1		14,0		12,1		Zmiana ceny: 1m	-1,2%
P/CE		9,7		10,8		9,5		Zmiana ceny: 6m	63,5%
P/BV	5,6	3,6		2,9		2,5		Zmiana ceny: 12m	292,0%
EV/EBITDA	20,6	8,7		8,7		7,6		Max (52 tyg.)	60,8
Dywidenda (%)	0,0	0,0		0,0		3,6		Min (52 tyg.)	14,6



Spadające od początku roku ceny cukru na światowych rynkach (-32%), to efekt udanych zbiorów w Indiach i zapowiadane dobre zbiory w Brazylii. Na Ukrainie wysokie ceny cukru to efekt niedoboru buraka cukrowego, którego ceny w sezonie 2009/2010 wzrosły o 88% do 414 UAH za tonę (51 USD za tonę). Wysokie ceny buraka sprawiły, że rentowność tej uprawy wzrosła do 36,7% w roku 2009. Ministerstwo rolnictwa prognozuje, że wyższa rentowność tej uprawy skłoni większą ilość gospodarstw rolnych do zasiewu buraka w kolejnym sezonie (Ministerstwo zapowiada wzrost produkcji buraków o 36% r/r). Większa ilość dostępnego surowca sprawi że deficyt cukru ulegnie zmniejszeniu, co przełoży się na niższe ceny cukru na rynku ukraińskim. Dodatkowym zagrożeniem dla lokalnych cen cukru jest możliwość sprowadzenia taniego cukru trzcinowego z Brazylii. Na dzień 8 kwietnia 2010 roku 96% (257,2 z 267,8 tys. ton) tegorocznej kwoty importowej cukru na Ukrainie zostało wykorzystane. Wysokie ceny cukru na Ukrainie były jednym z kluczowych tematów przeprowadzonej niedawno kampanii prezydenckiej. Wyniki za pierwszy kwartał 2010 roku z pewnością będą bardzo dobre dla ukraińskiego producenta cukru. Wkrótce jednak inwestorzy zaczną dyskontować gorsze wyniki kolejnych kwartałów na skutek spadających cen cukru. Podtrzymujemy nasze zdanie, że dobre wyniki za 4Q2009 są doskonałą okazją do realizacji zysków z inwestycji. Podtrzymujemy naszą negatywną rekomendację dla akcji Spółki.

Problem ze zwrotem podatku VAT

Anatolij Bliznyuk – Dyrektor odpowiedzialny za organ administracyjny w regionie Donieck poinformował, że spółki eksportowe jeszcze długi czas będą musiały poczekać na zwrot podatku VAT z budżetu państwa. Dodał jednocześnie, że jak na razie Rząd nie jest w stanie znaleźć odpowiedniego rozwiązania oraz że jak na razie nie można oczekiwać zwrotu VAT w gotówce. Nie doprecyzowano również jak Rząd mógłby uregulować wyżej wymienione zobowiązania.

Cukier na Ukrainie

Na dzień 8 kwietnia 2010 roku 96% (257,2 z 267,8 tys. ton) tegorocznej kwoty importowej cukru na Ukrainie zostało wykorzystane. Minister Rolnictwa Mykola Prysiazhniuk poinformował dodatkowo, że Rząd planuje rozszerzyć tegoroczną kwotę o dodatkowe 100-150 tys. ton z preferencyjną stawką celną z krajów będących członkami WTO. Zaznaczył jednocześnie, że wciąż istnieje możliwość sprowadzenia około 150 tys. ton z Białorusi z odroczeniem podatku VAT i ceł importowych. Ministerstwo rolnictwa dodatkowo 14 kwietnia poinformowało, że około 60% planowanych zasiewów wczesnych zbóż jarych zostało wykonanych. Buraki cukrowe do tej pory zostały zasiane na 130,3 tys. ha (31% planowanego arealu). Okres zasiewu buraków cukrowych trwa na Ukrainie od początku kwietnia do połowy maja. Oczekujemy, że wyższa rentowność uprawy buraka cukrowego przełoży się w bieżącym sezonie na większy areal przeznaczony pod tą roślinę. To z kolei rozwiąże problem deficytu cukru w kolejnym sezonie. Spodziewamy się, że w momencie rozpoczęcia kampanii cukrowej, ceny cukru drastycznie spadną. Wcześniejsze spadki cen zależą ściśle od zabiegów Rządu dotyczących importu cukru. Jak na razie wykazuje on dużą determinację w tej sprawie. Mimo niesprzyjających warunków pogodowych na Ukrainie zasiew przebiega jak na razie bez większych opóźnień.

Konkurencja wchodzi na warszawską giełdę

Ukraiński konkurent Astarty w zakresie produkcji cukru – spółka Ukrros przygotowuje się do wejścia na warszawski parkiet. Obecnie spółka notowana jest na kijowskim i frankfurckim parkiecie, debiut na warszawskim parkiecie planowany jest na kolejny rok. Ukrros posiada 10%



udział w ukraińskim rynku cukru. Oprócz tego posiada zakłady rolnicze o łącznym areale 100 tys. ha ziemi. Spółka zapowiedziała, że w bieżącym roku planuje zwiększyć produkcję cukru o ponad 30% do 175 tys. ton. Kolejna Spółka na Ukrainie planuje w kolejnym sezonie zwiększenie produkcji cukru. Większa podaż cukru w kolejnym sezonie z pewnością wpłynie na obniżenie poziomu cen cukru na Ukrainie

Nowy pomysł na biznes

Ukraińska Spółka cukrowa przymierza się do projektów z branży energii odnawialnej. Chodzi przede wszystkim o energię pozyskiwaną z biogazu w wyniku spalania odpadów powstających w procesie produkcji cukru. Spółka zapowiedziała również, że nie wyklucza przejęć w branży cukrowniczej na terenie Ukrainy. Budowa biogazowni z pewnością zwiększyłaby efektywność produkcji w cukrowniach, które byłyby w taką instalację wyposażone. Jak na razie te opalane są gazem ziemnym. Jeśli chodzi o przejęcia w branży cukrowniczej, to uważamy, że są one obecnie dużo łatwiejsze do wykonania aniżeli przejęcia zakładów produkcji rolnej. Sektor produkcji cukru jest bardzo rozdrobniony i około 45% produkcji rynkowej należy do małych przedsiębiorstw. Nie bez znaczenia jest również duża ilość cukrowni wygaszonych, które obecnie nie prowadzą działalności operacyjnej. Tym niemniej jednak uruchomienie tych drugich wymagałoby znacznie większych dodatkowych nakładów inwestycyjnych.



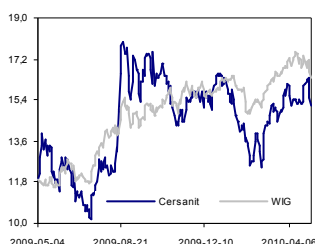
Cersanit (Redukuj)

Cena bieżąca: 15,19 PLN Cena docelowa: 13,63 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-01

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 517,3	1 413,6	-6,8%	1 496,3	5,8%	1 605,1	7,3%	Liczba akcji (mIn)	144,3
EBITDA	339,7	278,7	-18,0%	318,7	14,3%	366,9	15,1%	MC (cena bieżąca)	2 191,2
marża EBITDA	22,4%	19,7%		21,3%		22,9%		EV (cena bieżąca)	3 229,4
EBIT	233,9	162,3	-30,6%	202,5	24,8%	247,3	22,1%	Free float	28,1%
Zysk netto	7,7	-10,3		129,4		139,9	8,1%		
P/E	284,4			16,9		15,7		Zmiana ceny: 1m	-5,7%
P/CE	19,3	20,7		8,9		8,4		Zmiana ceny: 6m	4,8%
P/BV	2,1	2,1		1,8		1,6		Zmiana ceny: 12m	13,0%
EV/EBITDA	9,8	11,8		10,1		8,6		Max (52 tyg.)	18,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	10,2



Słabszy popyt na materiały wykończeniowe połączony z dużym poziomem konkurencji w branży sprawia, że producenci ceramiki sanitarnej zmuszeni są obniżyć ceny lub znacząco zmniejszać poziom przychodów. Sytuację pogarszają zachodnioeuropejscy producenci płytek, którzy nie mogąc zbyć asortymentu na rynkach lokalnych agresywnie wchodzi na rynek polski. Na otoczenie rynkowe niekorzystnie wpływa także umacniająca się złotówka. Spodziewane ożywienie w branży na początku pierwszej połowy roku z pewnością powstrzyma dalsze spadki cen materiałów wykończeniowych. Prawdopodobnie nie dojdzie już do wojny cenowej jaka miała miejsce w pierwszej połowie 2009 roku. Wciąż jednak sytuacja na rynku pozostaje trudna, co znajdzie swoje miejsce w realizowanych marżach. Pierwszy kwartał może być rozczarowujący dla inwestorów. Mroźna i śnieżna zima wpłynęła negatywnie na decyzje związane rozpoczęciem remontów i prac modernizacyjnych. Wkrótce do indeksu blue chipów na sesji nadzwyczajnej wejdą akcje PZU, a to naszym zdaniem sprawi, że Cersanit opuści indeks Wig20 szybciej niż się tego wcześniej spodziewaliśmy. Podtrzymujemy naszą negatywną rekomendację dla akcji Spółki.

Wyniki za 2009 rok

Spółka podała wyniki skonsolidowane za 2009 rok. Większe zmiany co do wcześniej raportowanych wyników zaszły na poziomie EBIT (+3,7%), EBITDA (+2,2%) oraz zysku brutto (+3,6 mln PLN) i zysku netto (+2,2 mln PLN). Różnice w raportowanych wynikach są związane z niewielką zmianą sposobu prezentacji danych w porównaniu do 2008 roku. Zarząd potwierdził, że zakończenie prac nad rozbudową zakładów na Ukrainie nastąpi w bieżącym kwartale (do 2 mln sztuk ceramiki sanitarnej rocznie i do 12 mln² płytek ceramicznych rocznie). Spółka wciąż wstrzymuje się z inwestycjami w Rumuni i Rosji w związku ze słabą kondycją tamtejszych rynków. Dopóki rynki eksportowe Cersanitu charakteryzują się słabym popytem sądzimy, że Spółka nie zdecyduje się na planowaną w przyszłości emisję akcji.

PZU i nadzwyczajna rewizja indeksu Wig20

W związku z planowaną wkrótce emisją PZU władze giełdy zapowiedziały, że nowa Spółka może dołączyć do indeksu największych spółek na warszawskiej giełdzie na nadzwyczajnej rewizji indeksu. Obecnie najmniejszy udział w indeksie przypada spółkom Bioton i Cersanit. Mimo, że obie posiadają podobną kapitalizację free-float (Bioton 0,7 mld PLN, Cersanit 0,6 mld PLN), to pierwsza posiada znacznie większe obroty niż druga. Trzy miesięczny obrót akcjami Cersanitu jest 71,4% niższy niż Biotonu (6M -54,7%; 12M -57,8%). Uważamy, że Cersanit mógłby opuścić indeks największych Spółek znacznie wcześniej niż zakładaliśmy (rewizja wrześniowa). Opuszczenie przez spółkę Wigu20 z pewnością skłoni część graczy portfelowych do sprzedaży akcji Spółki, a to będzie miało swój wpływ na notowania papieru na warszawskim parkiecie.



Famur (Sprzedaj)

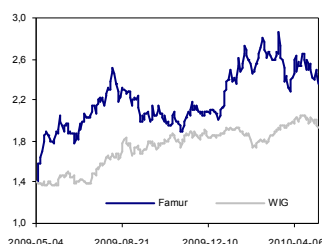
Cena bieżąca: 2,35 PLN

Cena docelowa: 2,16 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-08

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 089,1	695,1	-36,2%	664,8	-4,4%	720,1	8,3%	Liczba akcji (mln)	481,5
EBITDA	199,0	133,5	-32,9%	126,1	-5,5%	148,5	17,7%	MC (cena bieżąca)	1 131,5
marża EBITDA	18,3%	19,2%		19,0%		20,6%		EV (cena bieżąca)	1 117,1
EBIT	164,2	100,7	-38,6%	92,3	-8,4%	111,0	20,3%	Free float	11,8%
Zysk netto	59,1	58,0	-1,7%	71,2	22,7%	88,5	24,3%		
P/E	19,2	19,5		15,9		12,8		Zmiana ceny: 1m	-9,6%
P/CE	12,1	12,5		10,8		9,0		Zmiana ceny: 6m	24,3%
P/BV	1,8	1,6		1,5		1,3		Zmiana ceny: 12m	47,8%
EV/EBITDA	6,1	9,1		8,9		7,3		Max (52 tyg.)	2,9
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	1,6



Po rozczarowujących wynikach 4Q2009 spodziewamy się, że pierwszy kwartał bieżącego roku również będzie słaby. Spółka by pokryć koszty stałe zmuszona jest do zejścia z ceną w przetargach, co znajduje swoje miejsce w rentowności operacyjnej. Również przy mniej chłonnych rynkach zagranicznych spółki, które dotychczas sprzedawały znaczne ilości produktów poza granicę muszą koncentrować się na rynku krajowym. To z kolei przy słabych wynikach finansowych kopalni, mniejszej płynności spółek górniczych i konkurencji taniego węgla z Rosji negatywnie wpływa na poziom wydatków inwestycyjnych. Uważamy również, że niemożliwe jest szybkie odrobienie poziomu przychodów w segmentach odlewów i urządzeń dźwigowych. Prognozujemy powolny wzrost przychodów tych segmentów w pierwszej połowie roku i nieco wyższą dynamikę w drugiej połowie. Podtrzymujemy naszą negatywną rekomendację dla akcji Spółki.

Bucyrus planuje ekspansję na rynku polskim

Zagraniczny konkurent zamierza zwiększyć sprzedaż w zakresie zautomatyzowanych kompleksów strugowych w Polsce. Do tej pory spółka sprzedawała kompleksy strugowe do Jastrzębskiej Spółki Węglowej i Bogdanki. Kompleksy strugowe bardzo dobrze sprawdzają się w pokładach niskich, których w polskich warunkach nie brakuje. Dodatkowo sprzęt Bucyrus posiada wysoki stopień automatyzacji co poprawia bezpieczeństwo i wydajność pracy urządzenia. W odróżnieniu od kombajnów ścianowych wyposażonych w głowice, kompleks strugowy odrywa zamiast kruszyć węgiel ze ściany. W wyniku tego znacznie mniejszy jest udział nisko kosztowego mialu. Z drugiej jednak strony kompleksy oferowane przez Bucyrus są stosunkowo drogie, co sprawia, że zadłużone kopalnie nie są w stanie pozwolić sobie na zakup tak drogiego sprzętu. Gdyby jednak zagraniczny producent zaoferował korzystne warunki sprzedaży dla polskich kopalni, to mogłoby to stanowić pewną konkurencję dla krajowych producentów maszyn górniczych. Zarówno Famur, jak i Kopeks nie posiadają w swojej ofercie kompleksów strugowych.

Zmiana warty w Gliniku

Po złożonej przez Mieczysława Brudniaka rezygnacji z funkcji prezesa zarządu spółki Glinik stanowisko to na trzy miesiące zostało powierzzone Barbarze Pizon – dotychczasowemu członkowi zarządu i dyrektorowi ds. ekonomiczno finansowych. Nowy zarząd ma za zadanie znalezienie inwestora mającego uchronić spółkę przed upadłością. Brak rozstrzygnięć dotyczących pozyskania potencjalnego inwestora przybliży bliskiego konkurenta Famuru i Kopexu do upadłości. Uważamy, że wzięcie problemów Glinika na siebie przez jednego z wymienionych producentów maszyn i urządzeń dla górnictwa mogłoby być negatywnie odebrane przez rynek.

Wyższe ceny sprzedaży węgla koksującego

New World Resources ustalił z klientami ceny węgla koksującego na kolejne 12 miesięcy. Wzrosną one o 87% w porównaniu ze średnimi cenami z 2009 roku. Spółka zwiększy produkcję węgla w 2010 r. do 11,5 mln ton z 11 mln ton planowanych wcześniej. W bieżącym roku wydatki inwestycyjne są szacowane na 80-100 mln EUR, wobec ponad 234 mln EUR rok wcześniej. Ze względu na wcześniej założony budżet wyższe ceny węgla raczej nie przełożą się w znaczącym stopniu na wzrost wydatków inwestycyjnych NWR w bieżącym roku. Wyższą sprzedaż węgla koksującego odnotowuje również Jastrzębska Spółka Węglowa. Po dwóch miesiącach bieżącego roku miała ona 81,4 mln PLN zysku netto, a to sprawia, że na koniec roku może osiągnąć więcej niż wcześniej planowane 11 mln PLN zysku netto. Poprawa sprzedaży węgla koksującego pozytywnie wpływa na płynność spółki. Wciąż słabo wyglądają wyniki w sprzedaży węgla energetycznego. W Polsce wolumenowo w 2009 roku udział produkcji węgla koksującego w węglu kamiennym wyniósł 8,9%.

Terminy płatności kopalni

Najlepszym płatnikiem zobowiązań jest Lubelska Bogdanka. Przestrzega ona 30 dniowego terminu płatności. Wydłużeniu uległy terminy płatności w Jastrzębskiej Spółce Węglowej, która płaci w terminie 60-90 dni (wcześniej płaciła w terminie 30 dni). Kompania Węglowa reguluje zobowiązania w ciągu 90-110 dni. Skróceniu, w wyniku emisji obligacji węglowych, uległy natomiast terminy regulacji zobowiązań w Katowickim Holdingu Węglowym. Obecnie wynoszą one 90 dni, ale wciąż często zdarza się, że termin ten nie jest dotrzymywany. Lepsze warunki sprzedaży węgla koksującego dają szansę Jastrzębskiej Spółce Węglowej na podwyższenie płynności i szybszą regulację zobowiązań w przyszłości. W słabej kondycji jest natomiast największa spośród przedstawionych - Kompania Węglowa, która ma problemy ze sprzedażą węgla kamiennego dla energetyki zawodowej.

Umowa między podmiotami zależnymi

Famur poinformował, że Spółka oraz jej podmioty zależne od dnia 15 grudnia 2009 zawarły ze sobą szereg umów jednostkowych, których łączna wartość wynosi 67,2 mln PLN. Umowa o największej wartości została zawarta w dniu 15 marca 2010 roku pomiędzy Fabryką Zmechanizowanych Obudów Ścianowych Fazos S.A., a Polskimi Maszynami Górniczymi S.A., której przedmiotem jest dostawa 120 sztuk sekcji zmechanizowanej obudowy ścianowej ze sterowaniem wartości 28,8 mln PLN. Polskie Maszyny Górnicze S.A. jest spółką koordynującą działania handlowe Grupy Famur na rynkach zagranicznych, a kontrakt dotyczy rozliczenia umowy na dostawę 120 sekcji dla kontrahenta meksykańskiego. Famur nie informował o nowym kontrakcie w związku z niewystarczającą wartością umowy w stosunku do wartości kapitałów własnych.

Rezygnacja członka zarządu

Spółka poinformowała, że w dniu 22 kwietnia 2010 roku Pan Zbigniew Fryzowicz, pełniący funkcję Wiceprezesa Zarządu, w związku ze zwiększeniem zakresu jego obowiązków w Fabryce Maszyn Górniczych Pioma S.A., w której pełni funkcję Prezesa Zarządu, złożył rezygnację z członkostwa w Zarządzie Fabryki Maszyn Famur S.A. z siedzibą w Katowicach. Rezygnacja członka Zarządu ma zapewne związek z przejściem spółki Zamet i planowanymi pracami nad włączeniem nowego podmiotu do grupy i osiągnięciem dzięki temu efektów synergii.

Dotacje dla kopalni

Gazeta Giełdy Parkiet informuje, że w przyszłym tygodniu Komisja Europejska ma zaakceptować dokument pozwalający na wypłacenie polskim kopalniom węgla kamiennego dotacji zarezerwowanych dla nich w budżecie państwa. Według dziennika chodzi o kwotę 400 mln PLN. Dofinansowanie kopalni węgla kamiennego będzie miało pozytywny wpływ na płynność spółek węglowych, które w bieżącym roku mają problemy ze sprzedażą wydobytego surowca do energetyki zawodowej.

Górnictwo węgla brunatnego w Polsce w 2009 roku

W 2009 roku wydobyte węgla brunatnego w Polsce było o 2,5 mln ton niższe i wyniosło 56,9 mln ton. Mimo kryzysu Spółki węglowe ponosiły wydatki inwestycyjne, dotyczyło to przede wszystkim Bełchatowa, gdzie uruchomiono nowe pole odkrywkowe oraz Turowa, gdzie w ubiegłym roku rozpoczęła pracę nowa zwałowarka. Górnictwo odkrywkowe jest znacznie mniej narażone na konkurencję taniego węgla z Rosji ze względu na fakt iż transport węgla brunatnego jest znacznie mniej opłacalny niż kamiennego. Prace nad eksploatacją nowych złóż skutecznie wstrzymują protesty mieszkańców, co utrudnia inwestycje w górnictwo odkrywkowe na terenie kraju.

Mniejszy niż zakładano import węgla z Rosji

Według jednej ze spółek zajmującej się importem węgla do Polski (MM Group), w bieżącym roku na teren naszego kraju sprowadzonych zostanie 7-8 mln ton węgla zamiast wcześniej prognozowanych 12 mln ton. Nowe szacunki obejmują 3 mln ton węgla koksowego i 4-5 mln ton węgla energetycznego. Nowe, ostrożne szacunki mogą być związane z negatywnym nastawieniem do importowanego węgla spółek węglowych i mediów. Istnieje podejrzenie, że aby nie narażać się konkretnym grupom interesu importerzy węgla mogą zaniżać swoje szacunki dotyczące wolumenu planowanego importu. Do nowych szacunków podchodzimy z ostrożnością.

Rozstrzygnięcie pierwszego etapu prywatyzacji Remagu

Do kolejnego etapu prywatyzacji katowickiego producenta kombajnów chodnikowych MSP dopuściło Węglkokoks i AB Consulting (większościowy akcjonariusz Famuru). Odrzucone natomiast zostały oferty Kopexu i Famuru. Odrzucenie ofert Kopexu i Famuru jest pewnym zaskoczeniem. Dotychczas wszelkie przejścia w branży maszyn i urządzeń dla górnictwa na rynek polskim odbywały się między tymi producentami. Gdyby Remag został przejęty przez spółkę AB Consulting, to niewykluczone, że ten dołączy do grupy Famuru.



Kęty (Trzymaj)

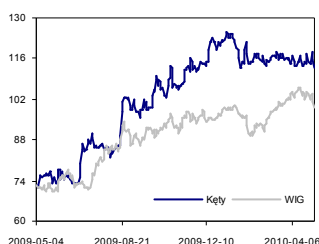
Cena bieżąca: 113 PLN

Cena docelowa: 120,36 PLN

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2010-02-24

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 170,8	1 107,3	-5,4%	1 193,2	7,8%	1 266,9	6,2%	Liczba akcji (mln)	9,2
EBITDA	188,4	188,1	-0,1%	189,7	0,8%	207,3	9,3%	MC (cena bieżąca)	1 042,5
marża EBITDA	16,1%	17,0%		15,9%		16,4%		EV (cena bieżąca)	1 274,0
EBIT	126,7	124,0	-2,1%	123,4	-0,5%	138,6	12,4%	Free float	53,9%
Zysk netto	61,2	71,1	16,2%	88,4	24,4%	100,8	14,0%		
P/E	17,0	14,7		11,8		10,3		Zmiana ceny: 1m	-0,9%
P/CE	8,5	7,7		6,7		6,2		Zmiana ceny: 6m	5,8%
P/BV	1,5	1,3		1,2		1,2		Zmiana ceny: 12m	50,7%
EV/EBITDA	7,5	6,7		6,7		6,0		Max (52 tyg.)	125,4
Dyid (%)	4,0	0,0		3,4		4,7		Min (52 tyg.)	72,8



Wyniki za pierwszy kwartał są zgodne z naszymi oczekiwaniami. Poza zyskiem brutto, na którego większy niż się spodziewaliśmy wpływ miała działalność finansowa (5,1 mln PLN wobec oczekiwanych 3 mln PLN), pozostałe wyniki nie odstają znacząco od naszych prognoz. Naszym zdaniem kolejne kwartały powinny przynieść większe zamówienia ze strony sektora budowlanego, jako że część z nich uległa przesunięciu w czasie na skutek niesprzyjających warunków pogodowych. Spodziewamy się również, że większa chłonność rynków będzie powoli pomniejszała konkurencję z branży, co będzie miało pozytywny wpływ na uzyskiwane marże operacyjne. Podtrzymujemy naszą prognozę na rok 2010 i oczekujemy, że w kolejnych kwartałach Spółka zrekomensuje niższe wyniki operacyjne i sprzedaży pierwszego kwartału. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Projekt strategii na lata 2010-2015

Projekt strategii jaki Zarząd zamierza przedstawić akcjonariuszom na najbliższym Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy zakłada, że przy 3-5% wzroście rynku w zależności od segmentu Spółce uda się w 2015 roku wypracować przychody ze sprzedaży na poziomie 1,9 mld PLN w ramach całej Grupy i EBITDA na poziomie 325 mln PLN. Zarząd zakłada, że w wyniku zastosowania strategii zysk netto na akcję w 2015 roku może wynieść 19 PLN, a poziom wskaźnika ROE na poziomie 13-15% i wskaźnika ROIC na poziomie 12-14%. Wydatki inwestycyjne w latach 2010-2015 mają się znajdować na poziomie 530 mln PLN. Nie wykluczono także ewentualnych akwizycji na kwotę 100 mln EUR. Chodzi przede wszystkim o spółki operujące na rynku niemieckim. Zarząd zamierza również utrzymać obecnie obowiązującą zasadę przeznaczania 40% kwoty wypracowanego zysku netto na dywidendę. Naszym zdaniem osiągnięcie tak wysoko postawionych przez Zarząd wyników w perspektywie 5 lat jest niezwykle ambitnym zadaniem. Szczególnie dotyczy to segmentów wyrobów wyciskanych, systemów aluminiowych i usług budowlanych. Aby zrealizować założenia strategii segmenty te musiałyby uzyskiwać coroczną dynamikę wzrostu na poziomie odpowiednio 12,6%, 9,5% i 10,2%. Wymagałoby to rewelacyjnej koniunktury w budownictwie i motoryzacji. Również nie do końca wierzymy, aby wydatki inwestycyjne jakie założył Zarząd w okresie 2010-2015 (530 mln PLN) wystarczyłyby, aby osiągnąć tak wysoki poziom sprzedaży. Nasze szacunki nakładów inwestycyjnych przy bardziej konserwatywnej prognozie wyników w wymienionym okresie opiewają na 515 mln PLN.

Zarząd rekomenduje dywidendę 4 PLN na akcję

W dniu 7 kwietnia Zarząd Grupy Kęty podjął uchwałę w sprawie propozycji wypłaty dywidendy z zysku za 2009 rok w wysokości 4 PLN na akcję (dywidend yield 3,4%).

Wyniki za 2009 rok

W opublikowanych za 2009 rok wynikach finansowych przychody ze sprzedaży są o 0,3% większe od wyników przedstawianych w poprzednich kwartałach. Wartość EBIT jest o 0,7% wyższa, a EBITDA wyższa o 0,5%. Zysk netto jest o 0,7% niższy. Wyniki poddane po badaniu audytora tylko nieznacznie odstają od wyników publikowanych w poszczególnych kwartałach 2009 roku.



Kopex (Trzymaj)

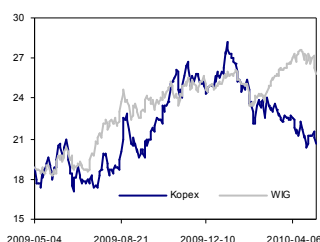
Cena bieżąca: 20,7 PLN

Cena docelowa: 21,65 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-07

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 982,6	2 313,4	16,7%	2 429,0	5,0%	2 572,2	5,9%	Liczba akcji (mln)	74,3
EBITDA	236,0	237,6	0,7%	259,6	9,3%	285,8	10,1%	MC (cena bieżąca)	1 538,7
marża EBITDA	11,9%	10,3%		10,7%		11,1%		EV (cena bieżąca)	1 890,5
EBIT	174,9	154,1	-11,9%	171,2	11,1%	195,0	13,9%	Free float	27,2%
Zysk netto	90,3	92,8	2,8%	109,2	17,7%	131,1	20,0%		
P/E	15,5	16,6		14,1		11,7		Zmiana ceny: 1m	-8,2%
P/CE	9,3	8,7		7,8		6,9		Zmiana ceny: 6m	-13,8%
P/BV	0,7	0,7		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	17,6%
EV/EBITDA	7,5	8,2		7,3		6,3		Max (52 tyg.)	28,3
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	17,1



Według nas pierwszy kwartał 2010 roku rozczaruje inwestorów. Spodziewamy słabych wyników operacyjnych (15,5 mln PLN) i poziomu zysku netto (10,1 mln PLN). Wciąż sytuacja na rynku krajowym pozostaje trudna. Spodziewamy się tu mniejszych nakładów inwestycyjnych polskich kopalni i wydłużenia czasu realizacji płatności na skutek gorszej płynności finansowej spółek górniczych. To wraz z niższą chłonnością rynków zagranicznych będzie zwiększało poziom konkurencji na terenie kraju. Przed Spółką wciąż widnieje potencjalny brak zamówień w zależnym Tagorze oraz brak pozytywnych rozstrzygnięć w zagranicznych kontraktach. Pozytywną informacją płynącą ze Spółki jest fakt zapelnienia portfela zamówień w odlewni Stalowa Wola. Wciąż jednak Spółka będzie miała problemy ze znalezieniem zamówień w odlewniach zlokalizowanych w Serbii w związku z brakiem nowych kontraktów w regionie. Na poprawę sytuacji z pewnością pozytywnie wpłynąć by mogło zdobycie zamówienia na jednym z rynków zagranicznych. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Bucyrus planuje ekspansję na rynku polskim

Zagraniczny konkurent zamierza zwiększyć sprzedaż w zakresie zautomatyzowanych kompleksów strugowych w Polsce. Do tej pory spółka sprzedawała kompleksy strugowe do Jastrzębskiej Spółki Węglowej i Bogdanki. Kompleksy strugowe bardzo dobrze sprawdzają się w pokładach niskich, których w polskich warunkach nie brakuje. Dodatkowo sprzęt Bucyrus posiada wysoki stopień automatyzacji co poprawia bezpieczeństwo i wydajność pracy urządzenia. W odróżnieniu od kombajnów ścianowych wyposażonych w głowice kompleks strugowy odrywa zamiast kruszyć węgiel ze ściany. W wyniku tego znacznie mniejszy jest udział nisko kosztowego miału. Z drugiej jednak strony kompleksy oferowane przez Bucyrus są stosunkowo drogie, co sprawia, że zadłużone kopalnie nie są w stanie pozwolić sobie na zakup tak drogiego sprzętu. Gdyby jednak zagraniczny producent zaoferował, korzystne warunki sprzedaży dla polskich kopalni, to mogłoby to stanowić pewną konkurencję dla krajowych producentów maszyn górniczych. Zarówno Famur, jak i Kopeks nie posiadają w swojej ofercie kompleksów strugowych.

Zmiany w radzie nadzorczej

Spółka poinformowała o przyjęciu rezygnacji z Rady Nadzorczej przez Panią Iwonę Bajdę i Pana Stanisława Bargieła będącymi od 29 czerwca 2007 roku członkami organu nadzorującego Spółki Kopex. Poinformowano również, że na wyżej wymienione stanowiska powołano Pana Krzysztofa Jędrzejewskiego oraz Pana Michała Rogatko. Pan Jędrzejewski jest głównym akcjonariuszem Kopeksu posiadającym 59,3% akcji. Wcześniej obejmował stanowisko wiceprezesa Zarządu Kopexu. Wcześniej rezygnację ze stanowiska członka rady nadzorczej złożył Pan Damian Jędrzejewski, ojciec Krzysztofa Jędrzejewskiego – akcjonariusza większościowego Kopexu. Na jego miejsce powołano Pana Artura Kucharskiego - specjalisty z zakresu doradztwa strategicznego, operacyjnego i finansowego.

Zmiana warty w Gliniku

Po złożonej przez Mieczysława Brudniaka rezygnacji z funkcji prezesa zarządu spółki Glinik stanowisko to na trzy miesiące zostało powierzone Barbarze Pizon – dotychczasowemu członkowi zarządu i dyrektorowi ds. ekonomiczno finansowych. Nowy zarząd ma za zadanie znalezienie inwestora mającego uchronić spółkę przed upadłością. Brak rozstrzygnięć dotyczących pozyskania potencjalnego inwestora przybliży bliskiego konkurenta Famuru i Kopexu do upadłości. Uważamy, że wzięcie problemów Glinika na siebie przez jednego z wymienionych producentów maszyn i urządzeń dla górnictwa mogłoby być negatywnie odebrane przez rynek.

Wyższe ceny sprzedaży węgla koksującego

New World Resources ustalił z klientami ceny węgla koksującego na kolejne 12 miesięcy.

Wzrosną one o 87% w porównaniu ze średnimi cenami z 2009 roku. Spółka zwiększy produkcję węgla w 2010 r. do 11,5 mln ton z 11 mln ton planowanych wcześniej. W bieżącym roku wydatki inwestycyjne są szacowane na 80-100 mln EUR, wobec ponad 234 mln EUR rok wcześniej. Ze względu na wcześniej założony budżet wyższe ceny węgla raczej nie przełożą się w znaczącym stopniu na wzrost wydatków inwestycyjnych NWR w bieżącym roku. Wyższą sprzedaż węgla koksującego odnotowuje również Jastrzębska Spółka Węglowa. Po dwóch miesiącach bieżącego roku miała ona 81,4 mln PLN zysku netto, a to sprawia, że na koniec roku może osiągnąć więcej niż wcześniej planowane 11 mln PLN zysku netto. Poprawa sprzedaży węgla koksującego pozytywnie wpływa na płynność spółki. Wciąż słabo wyglądają wyniki w sprzedaży węgla energetycznego. W Polsce wolumenowo w 2009 roku udział produkcji węgla koksującego w węglu kamiennym wyniósł 8,9%.

Terminy płatności kopalni

Najlepszym płatnikiem zobowiązań jest Lubelska Bogdanka. Przestrzega ona 30 dniowego terminu płatności. Wydłużeniu uległy terminy płatności w Jastrzębskiej Spółce Węglowej, która płaci w terminie 60-90 dni (wcześniej płaciła w terminie 30 dni). Kompania Węglowa reguluje zobowiązania w ciągu 90-110 dni. Skróceniu, w wyniku emisji obligacji węglowych, uległy natomiast terminy regulacji zobowiązań w Katowickim Holdingu Węglowym. Obecnie wynoszą one 90 dni, ale wciąż często zdarza się, że termin ten nie jest dotrzymywany. Lepsze warunki sprzedaży węgla koksującego dają szansę Jastrzębskiej Spółce Węglowej na podwyższenie płynności i szybszą regulację zobowiązań w przyszłości. W słabej kondycji jest natomiast największa spośród przedstawionych - Kompania Węglowa, która ma problemy ze sprzedażą węgla kamiennego dla energetyki zawodowej.

Dotacje dla kopalni

Gazeta Giełdy Parkiet informuje, że w przyszłym tygodniu Komisja Europejska ma zaakceptować dokument pozwalający na wypłacenie polskim kopalniom węgla kamiennego dotacji zarezerwowanych dla nich w budżecie państwa. Według dziennika chodzi o kwotę 400 mln PLN. Dofinansowanie kopalni węgla kamiennego będzie miało pozytywny wpływ na płynność spółek węglowych, które w bieżącym roku mają problemy ze sprzedażą wydobytego surowca do energetyki zawodowej.

Górnictwo węgla brunatnego w Polsce w 2009 roku

W 2009 roku wydobyte węgla brunatnego w Polsce było o 2,5 mln ton niższe i wyniosło 56,9 mln ton. Mimo kryzysu Spółki węglowe ponosiły wydatki inwestycyjne, dotyczyło to przede wszystkim Bełchatowa, gdzie uruchomiono nowe pole odkrywkowe oraz Turowa, gdzie w ubiegłym roku rozpoczęła pracę nowa zwałowarka. Górnictwo odkrywkowe jest znacznie mniej narażone na konkurencję taniego węgla z Rosji ze względu na fakt iż transport węgla brunatnego jest znacznie mniej opłacalny niż kamiennego. Prace nad eksploatacją nowych złóż skutecznie wstrzymują protesty mieszkańców, co utrudnia inwestycje w górnictwo odkrywkowe na terenie kraju.

Mniejszy niż zakładano import węgla z Rosji

Według jednej ze spółek zajmującej się importem węgla do Polski (MM Group), w bieżącym roku na teren naszego kraju sprowadzonych zostanie 7-8 mln ton węgla zamiast wcześniej prognozowanych 12 mln ton. Nowe szacunki obejmują 3 mln ton węgla koksowego i 4-5 mln ton węgla energetycznego. Nowe, ostrożne szacunki mogą być związane z negatywnym nastawieniem do importowanego węgla spółek węglowych i mediów. Istnieje podejrzenie, że aby nie narazić się konkretnym grupom interesu importerzy węgla mogą zaniżać swoje szacunki dotyczące wolumenu planowanego importu. Do nowych szacunków podchodzimy z ostrożnością.

Rozstrzygnięcie pierwszego etapu prywatyzacji Remagu

Do kolejnego etapu prywatyzacji katowickiego producenta kombajnów chodnikowych MSP dopuściło Węglkokoks i AB Consulting (większościowy akcjonariusz Famuru). Odrzucone natomiast zostały oferty Kopexu i Famuru. Odrzucenie ofert obu spółek jest raczej zaskoczeniem. Dotychczas wszelkie przejęcia w branży maszyn i urządzeń dla górnictwa na rynku polskim odbywały się między tymi producentami. Kopex po odpadnięciu z wyścigu chce się skupić na konsolidowaniu przejętej wcześniej Ryfamy (producenta przenośników zgrzeblowych). Planuje również rozwijać produkcję kombajnów chodnikowych w ramach obecnie dostępnych zasobów. Wyklucza natomiast przejęcie innego producenta tego typu urządzeń na rynku.

Wyniki za 2009

Spółka Kopex podała wyniki za 2009 rok. Przychody ze sprzedaży pozostały bez zmian w stosunku do wcześniejszych raportowanych wyników. Niższe okazały się być EBIT (-5,7%), EBITDA (-3,9%), zysk brutto (-8,7%) oraz zysk netto (-6,3%). Najbardziej zmieniły się wartości pozycji kosztów wytworzenia sprzedanych produktów (wzrost o 2,0 mln PLN), kosztów sprzedaży (wzrost o 6,5 mln PLN) i pozostałych kosztów operacyjnych (spadek o 1,8 mln PLN).



Mondi (Redukuj)

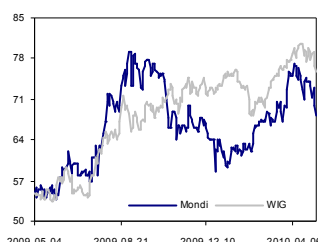
Cena bieżąca: 71,7 PLN

Cena docelowa: 67,3 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-09

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 406,3	1 360,8	-3,2%	1 799,9	32,3%	1 986,1	10,3%	Liczba akcji (mln)	50,0
EBITDA	305,5	217,9	-28,7%	413,5	89,7%	493,3	19,3%	MC (cena bieżąca)	3 585,0
marża EBITDA	21,7%	16,0%		23,0%		24,8%		EV (cena bieżąca)	4 226,6
EBIT	194,7	99,6	-48,8%	242,2	143,1%	323,0	33,4%	Free float	19,0%
Zysk netto	141,2	71,4	-49,4%	195,7	174,1%	279,0	42,6%		
P/E	25,4	50,2		18,3		12,8		Zmiana ceny: 1m	-8,9%
P/CE	14,2	18,9		9,8		8,0		Zmiana ceny: 6m	3,5%
P/BV	3,4	3,0		2,6		2,6		Zmiana ceny: 12m	23,1%
EV/EBITDA	12,7	19,6		10,2		8,4		Max (52 tyg.)	79,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		7,1		Min (52 tyg.)	53,9



Obecna cena dyskontuje pozytywne scenariusze zakładające dalszy wzrost cen papieru na rynku europejskim (bardzo prawdopodobne) oraz wzrost produkcji i sprzedaży z nowej maszyny papierniczej uruchomionej w 2H2009. Tak jak po stronie przychodowej uważamy, że jest to uzasadnione, szczególnie przy obecnym osłabieniu PLN/EUR to jednak niekorzystny dla spółki jest gwałtowny wzrost cen makulatury, która stanowi podstawowy surowiec, szczególnie po rozbudowaniu mocy produkcyjnych właśnie w obszarze papierów makulaturowych. Zawężenie się marży ma naszym zdaniem charakter długoterminowy i jest efektem rozbudowy mocy wytwórczych w regionie. Podtrzymujemy negatywną rekomendację.

Ceny papieru i makulatury

Ożywienie w przemyśle europejskim oraz osłabienie EUR w relacji do USD pozwalają na kontynuację wzrostu cen papieru do produkcji tektury falistej (CCM). W marcu średnia cena kraftlinera była o 9,5% wyższa, niż w 4Q2009, testlinera o 10% a flutingu o 12%. Ten pozytywny dla spółki efekt częściowo niweluje jednak umocnienie PLN w stosunku do EUR (+6,8% marzec vs. 4Q2009). W związku z rozbudową w ostatnich miesiącach dużych mocy produkcyjnych testliner/fluting (papiery wytwarzane z makulatury), w regionie (Polska, Węgry, Niemcy) gwałtownie rośnie zapotrzebowanie i ceny makulatury (OCC), której średnia cena w marcu wyniosła 102,5 EUR/t i była o 41% wyższa, niż w 4Q2009. W ciągu roku różnica między ceną testlinera a ceną OCC zmniejszyła się z 360 EUR/t do 259 EUR/t obecnie. W 2009 roku Świecie kupiło 551 tys. ton makulatury, w roku 2010 zapotrzebowanie wzrosło do ponad 800 tys. ton. W roku 2006 w Polsce przerobiono łącznie 1 mln ton tego surowca, co najlepiej oddaje, jak płytki jest w Polsce rynek odzysku.

Pozytywny wpływ rosnącej produkcji z MP7

W związku z uruchomieniem we wrześniu nowej maszyny papierniczej MP7, w 2009 roku spółka wyprodukowała 109 tys. ton papieru (testliner/fluting). W roku 2010 produkcja powinna wzrosnąć do 420-440 tys. ton, zwiększając wolumen produkcji papieru całego zakładu do 1,3 mln ton (+35% r/r). Obok efektu skali i wprowadzenia do produkcji jednej z najefektywniejszych kosztowo maszyn w Europie, spółka zwiększy zyski dzięki ulgom podatkowym związanym z produkcją w specjalnej strefie ekonomicznej (do odpisania 220 mln PLN) oraz zwiększeniu produkcji energii odnawialnej z nowego kotła na biomasę.

Budownictwo

Produkcja budowlana w marcu

Według danych GUS produkcja budowlano-montażowa (w cenach stałych) była w marcu br. o 10,8% niższa niż przed rokiem i o 36,2% wyższa w porównaniu z lutym br. Po wyeliminowaniu wpływu czynników o charakterze sezonowym produkcja budowlano-montażowa ukształtowała się na poziomie o 9,4% niższym niż w analogicznym miesiącu ubiegłego roku i o 3,6% wyższym w porównaniu z lutym br. Prezentowane dane to dane skumulowane. Zauważalne jest, że po mocnej zimie, produkcja budowlano-montażowa przyspiesza.

Budownictwo drogowe

W przygotowaniu nowy plan budowy dróg

W ministerstwie infrastruktury powstaje nowy plan budowy dróg na lata 2010-2015. Niedługo plan trafi do konsultacji, a przed końcem roku może zastąpić obecny. Głównym zmianom będzie podlegać zakres finansowy przewidywanych prac oraz system ich finansowania. Program będzie uwzględniał wymagania UE i obszary Natura 2000.

ABM Solid

Słabe wyniki Q1 2010, ale cały rok znacznie lepszy

Zima utrudniła realizację kontraktów, w efekcie, wyniki Q1 2010 mają być porównywalne do Q1 2009 (gdy spółka zanotowała 60,6 mln PLN przychodów, 1,3 mln PLN straty na sprzedaży i 2,4 mln PLN straty netto). Mimo to, prezes spodziewa się dwucyfrowego wzrostu przychodów i wyniku netto w 2010 roku. Spółka ma w portfelu zleceń kontrakty warte ponad 400 mln PLN (na rok 2010: 340 mln PLN). W czterech przetargach złożyła najkorzystniejsze umowy i czeka na kontrakty (wartość: 100 mln PLN). Spółka sprzedała 30% lokali w projekcie deweloperskim przy ul. Modlińskiej. Do końca września spółka chce znaleźć klientów na pozostałe lokale. Do uruchomienia pozostają dwa inne projekty, w tym jeden w Wawrze, na 10 tys. PUM. ABM Solid prowadzi rozmowy w sprawie przejęć, z podmiotami z dziedziny budownictwa drogowego i inżynierskiego, o przychodach rzędu 20-100 mln PLN.

Budopol Wrocław

Umowa za 124 mln PLN

Budopol podpisał z Gantem umowę na budowę inwestycji Kaskada na Woli przy ul. Sokołowskiej w Warszawie. Rozpoczęcie prac nastąpiło 4 maja 2010 roku, zakończenie zaś w grudniu 2011 roku. Łącznie w 2 etapach powstanie ponad 40 tys. PUM. Wartość kontraktu to 179% zeszłorocznych przychodów Budopolu.

Instal Kraków

Portfel zamówień wynosi około 150 mln PLN

Prezes Juszczyk poinformował, że portfel zamówień spółki ma wartość 150 mln PLN.

Mirbud

Kontrakty za 100 mln PLN jeszcze w tym kwartale?

W tym kwartale spółka chciałaby podpisać umowy o wartości 100 mln PLN, z czego 30-40% przyjdzie do realizacji w roku 2010.

Plany rozwoju działalności deweloperskiej, prognoza wyników

Okolo 120 mln PLN Mirbud zainwestuje w działalność deweloperską w latach 2011-2012. Celem jest wzrost przychodów z działalności deweloperskiej do 100 mln PLN rocznie. Rentowność netto tej działalności ma wynieść co najmniej 15%. W najbliższym czasie spółka pragnie zacząć inwestycje apartamentowe na Helu, w Jastrzębiej Górze i w Zakopanem. Projekty te kosztować będą odpowiednio 10, 20 i 50 mln PLN. Kolejnych 40 mln PLN ma być wydane na budowę mieszkań w mniejszych miejscowościach. Sprzedaż z tych projektów powinna przekroczyć 200 mln PLN. Projekty zostaną rozpoczęte dopiero, gdy sprzedaż z poprzednich inwestycji przekroczy 75% lokali w projektach. Przychody z działalności deweloperskiej spółka szacuje na 50 mln PLN. Spółka opublikowała prognozę wyników na rok 2010: zakłada ona 321,1 mln PLN przychodów, 35,5 mln PLN EBIT i 24,3 mln PLN zysku netto (P/E 2010 = 6,6).

Mostostal Export

Szykują się zmiany?

Nowy akcjonariusz, który przekroczył próg 5% udziałów w spółce, zapowiada, że zamierza zrestrukturyzować spółkę. Szczegóły planów przedstawił zarządowi. Według nowego akcjonariusza, spółka może szybko odzyskać pozycję jednej z większych firm budowlanych w Polsce. Inwestor widzi efekt synergii między budowlaną spółką I&B System, która posiada nieruchomości i świadczy usługi teletechniczne. Spółka I&B System posiada grunty, które bezskutecznie próbuje zbyć. Współpraca z Mostostalem rodzi nadzieje na wspólne przedsięwzięcia deweloperskie. Przekroczenie 5% udziałów przez p. Narkiewicza jest zaskoczeniem dla zarządu Mostostalu Export. Wymieniając atuty spółki, nowy akcjonariusz wskazuje na markę i referencje.

Mostostal Płock

Dywidenda w wysokości 4 PLN/akcję

Rada Nadzorcza postanowiła zarekomendować ZWZA wypłatę dywidendy za rok 2009 w wysokości 8 mln PLN (4 PLN na akcję, stopa dywidendy = 6,2%).

Mostostal Zabrze

Zbigniew Opach ocenia, że rentowność grupy wzrośnie do 5-6 procent

Według przewodniczącego RN w 2010 roku obroty Mostostalu Zabrze mogą zwiększyć się nawet o 20-25 proc. Opach poinformował dodatkowo, że portfel zleceń grupy jest wypełniony obecnie w 90%. Powiedział jednocześnie, że po wstępnych rozmowach z głównymi akcjonariuszami Spółka nad wypłatą dywidendy za zeszłoroczny zysk preferować będzie skup akcji własnych.

PA Nova

Zima nie wpłynie negatywnie na wyniki Q1 2010

Wyniki Q1 2010 będą na poziomie porównywalnym r/r (w roku 2009 spółka wygenerowała w Q1 50,7 mln PLN przychodów i 5,8 mln PLN zysku netto). Portfel zamówień na rok 2010 wynosi 180 mln PLN. Wyniki roczne w roku 2010 powinny być lepsze niż w roku 2009. Otwarcie galerii handlowej w Przemysłu przewidziane jest na koniec października, zaś rozpoczęcie sprzedaży na rok 2011.

Pol-Aqua

Rezygnacja dwóch członków zarządu

Rezygnację złożyło dwóch członków zarządu – II wiceprezes spółki, p. Iwona Rudnikowska i członek zarządu – p. Andrzej Napierski.

Remak

Nowe kontrakty i wyniki w 2010 roku

Prezes nie oczekuje istotnego wpływu zimy na wyniki spółki w Q1 2010. Q1 2010 powinien zakończyć się na plusie. Portfel zamówień na rok 2010 ma wartość ponad 100 mln PLN. Planowane marże na pozyskanym ostatnio kontrakcie o wartości 16,2 mln PLN nie odbiegają wartościowo od innych tego typu umów. Najbliższe tygodnie mogą przynieść nowe kontrakty – spółka walczy m.in. o prace przy montażu kotłów w Jaworznie i Opolu. W przypadku pierwszego ze zleceń można spodziewać się rozstrzygnięcia w ciągu 1-2 miesięcy. W Q3 lub Q4 2010 prezes spodziewa się wyników z opóźnionych kontraktów (elektrownia Westfalen, kontrakt o wartości 40 mln EUR realizowany wspólnie z Polimexem). Prezes spółki liczy, że w latach 2011-2012 Remak odzyska pozycję na rynkach zagranicznych, kosztem firm z krajów Bałkańskich. Przesłanką ma być jakość oferowanych prac.



Budimex (Sprzedaj)

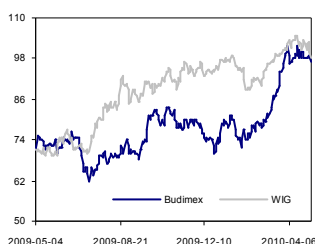
Cena bieżąca: 97 PLN

Cena docelowa: 85,1 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-29

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 274,3	3 289,9	0,5%	4 419,2	34,3%	4 548,0	2,9%	Liczba akcji (mln)	25,5
EBITDA	130,2	221,7	70,3%	238,3	7,5%	221,8	-6,9%	MC (cena bieżąca)	2 476,4
marża EBITDA	4,0%	6,7%		5,4%		4,9%		EV (cena bieżąca)	2 545,7
EBIT	107,9	200,5	85,7%	216,2	7,8%	199,3	-7,8%	Free float	36,8%
Zysk netto	93,7	173,7	85,3%	185,3	6,7%	161,5	-12,9%		
P/E	26,4	14,3		13,4		15,3		Zmiana ceny: 1m	-4,7%
P/CE	21,4	12,7		11,9		13,5		Zmiana ceny: 6m	24,9%
P/BV	4,4	4,2		4,1		3,8		Zmiana ceny: 12m	29,3%
EV/EBITDA	16,8	8,0		10,7		10,7		Max (52 tyg.)	101,8
Dyid (%)	0,0	6,0		7,0		4,6		Min (52 tyg.)	62,0



Budimex zaprezentował wyniki Q1 2010, które są zbliżone do naszej prognozy, ale lepsze od konsensusu. Odchylenia prognozy od konsensusu wynikać mogą z niższej uwzględnionej w wycenie rentowności brutto na sprzedaży, wyższych prognozowanych kosztów zarządu lub niższej oczekiwanej dodatniej wyceny instrumentów pochodnych. W stosunku do naszych prognoz wyższy EBIT mimo niższych przychodów to efekt lepszego wyniku z działalności deweloperskiej, niższych kosztów zarządu i rozwiązanych rezerw na kontrakty (9,7 mln PLN). Dobry wynik z działalności deweloperskiej to efekt korzystnej struktury przekazanych mieszkań (lokale z wysoko marżowych projektów). Negatywnie zaskakuje nas niska rentowność działalności budowlanej (7,7% brutto, 8,2% po korektach). Korygując wynik Q1 2010 o efekt rozwiązanych rezerw (9,7 mln PLN zaliczone w wynik brutto ze sprzedaży), otrzymujemy EBIT na poziomie 57,9 mln PLN i zysk netto na poziomie 45,7 mln PLN. Uwagę zwraca też ujemny cash flow operacyjny (-394 mln PLN, wynik spadku zobowiązań o około 200 mln PLN i zaliczek o około 150 mln PLN). Oczekujemy utrzymania tendencji spadkowej w kolejnych kwartałach. Podtrzymujemy rekomendację sprzedaż. Głównymi podstawami negatywnej rekomendacji są: oczekiwany negatywny cash flow oraz agresywna akwizycja kontraktów, rodząca ryzyko spadku marż w działalności budowlanej (nowe kontrakty będą stanowiły gros przychodów już od II połowy 2010 roku).

Wyniki Q1 2010

Budimex zaprezentował wyniki Q1 2010, które są zbliżone do naszej prognozy, ale lepsze od konsensusu. Zakładaliśmy 16% marży brutto z działalności deweloperskiej, spółka wygenerowała 24%. Uważamy, że przyczyną wyższej marży jest korzystna struktura przekazywanych lokali (przekazywane mieszkania z projektów wysoko marżowych). Znacznie niższa niż nasze założenia jest za to marża z działalności budowlanej. Wyniosła ona 7,7%, podczas gdy oczekiwaliśmy 12,9%. W Q1 2010 rozwiązania rezerw netto wyniosły 9,7 mln PLN. Wynik brutto na sprzedaży w segmentacji budownictwa skorygowany o rozwiązane rezerwy i wyłączenia konsolidacyjne to 28,6 mln PLN (porównywalna marża brutto na poziomie 8,2%). Poziom marży jest typowy dla działalności budowlanej w długim terminie, ale niższy od naszych krótkoterminowych oczekiwań (12,9%). Koszty ogólne w Q1 2010 wyniosły 32,6 mln PLN (prognoza: 36 mln PLN, Q1 2009: 35,4 mln PLN). Spadek kosztów ogólnych to wiadomość pozytywna, w kolejnych kwartałach oczekujemy wyższych kosztów (efekt wzrostu przychodów, rozwoju działalności). Ostatecznie, wynik netto w Q1 2010 wyniósł 53,3 mln PLN (prognoza: 50,4 mln PLN, wynik netto skorygowany o rozwiązania rezerw: 45,7 mln PLN). Dodatkowo warto zwrócić uwagę na ujemny cash flow operacyjny. Wyniósł on w Q1 2010 -394 mln PLN. Gotówka na bilansie spadła o 411,2 mln PLN. Główną przyczyną spadku pozycji gotówkowej był spadek zobowiązań handlowych (o około 200 mln PLN) i zaliczek (o około 150 mln PLN).

Komentarze prezesa po wynikach

Zarząd Budimexu podtrzymuje wcześniejsze zapowiedzi wzrostu przychodów spółki w tempie dwucyfrowym i poprawę zysku na wszystkich poziomach. Spółka informuje też, że spadek sprzedaży r/r wynika z połączenia mocnej zimy i zwiększonego udziału kontraktów projektowych i budowlanych w portfelu zleceń. W wyniku zimy i z uwagi na harmonogram zleceń, kontrakty te wejdą do realizacji dopiero w Q2 i Q3 2010. Prezes Budimexu dodaje, że widoczne jest ożywienie na rynku nieruchomości. W Q1 2010 Budimex Nieruchomości podpisał umowy sprzedaży bądź zarezerwował łącznie 260 lokali. Wartość portfela zleceń spółki może niedługo przekroczyć 7 mld PLN.

Porozumienie w sprawie budowy elektrowni gazowych

Budimex podpisał wstępne porozumienie z zagranicznym partnerem, z którym będzie startować w przetargach na budowę elektrowni opalanych gazem. W ciągu najbliższego roku-półtora

istnieje naszym zdaniem szansa na rozstrzygnięcie 3 przetargów na budowę elektrowni parowo-gazowych w Polsce (Skawina, Bydgoszcz, Gorzów). Wartość przetargów to 2,45 mln PLN. Z uwagi, że Budimex prawdopodobnie wykona jedynie prace budowlane, udział spółki w kwocie może sięgnąć około 30% (740 mln PLN). Budowa będzie realizowana przez co najmniej 2 lata, zaś w przetargach liczba konkurentów może sięgnąć 3-5. Oznacza to, że wartość oczekiwana przetargów na rok to około 90 mln PLN potencjalnych przychodów spółki (2,1% prognozowanych przychodów na rok 2010). W roku 2012 mogą być rozstrzygnięte przetargi na budowę elektrowni w Połańcu i Włocławku (GDF Suez). Wartość przetargów to 5,5 mld PLN. Porozumienie na budowę elektrowni w Stalowej Woli z Tauronem i PGNiG już podpisał Polimex.

Najkorzystniejsza oferta na kwotę 336,1 mln PLN

Budimex złożył najkorzystniejszą ofertę na budowę III i IV pododcinka drogi S3 na odcinku Międzyrzecz – Sulechów. Wartość oferty to 336,1 mln PLN (7,6% prognozowanych na rok 2010 przychodów). Oferty złożyło 9 firm. Najdroższa była oferta Mostostalu Warszawa (470,3 mln PLN). Na budowę I pododcinka wpłynęło 7 ofert, z czego najkorzystniejszą zaproponowało konsorcjum, którego liderem jest Mota – Engil Central Europe (373,4 mln PLN). Na budowę II pododcinka oferty złożyło 11 firm, z czego najniższą cenę zaoferowało konsorcjum pod przewodnictwem Hermann Kirchner z Łodzi (204,1 mln PLN).

Wybór oferty za 252,1 mln PLN

Budimex poinformował o wyborze oferty spółki przez GDDKiA na budowę węzła Stryków. Wartość oferty to 252,1 mln PLN (5,7% przychodów prognozowanych na rok 2010). Termin zakończenia prac wyznaczono na 30 listopada 2011.

Kontrakty kubaturowe za 92,1 mln PLN

Budimex podpisał kontrakt z firmą Kraków Development II, należącą do Hines Polska, na budowę kompleksu mieszkaniowego Arboretum w Łodzi. Wartość kontraktu to 55,4 mln PLN (1,4% przychodów prognozowanych na rok 2010). Prace potrwać 22 miesiące. Budimex podpisał kontrakt z Politechniką Poznańską. Wartość kontraktu to 36,7 mln PLN (0,9% prognozowanych na rok 2010 przychodów).

Propozycja wypłaty dywidendy, 6,8 PLN na akcję

Zarząd Budimexu będzie rekomendował WZA wypłatę 6,8 PLN dywidendy na akcję (yield=6,8%). W formie dywidendy wypłacone ma zostać 173,6 mln PLN. Dniem ustalenia prawa do dywidendy byłby 7 czerwca 2010, zaś dniem wypłaty dywidendy 21 czerwca 2010.



Centrum Klima (Kupuj)

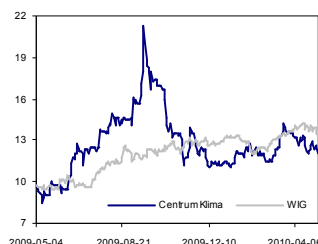
Cena bieżąca: 12 PLN

Cena docelowa: 15,1 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-06

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	75,9	71,7	-5,5%	75,4	5,1%	92,8	23,1%	Liczba akcji (mIn)	8,5
EBITDA	11,2	9,7	-13,5%	11,0	14,2%	15,5	40,2%	MC (cena bieżąca)	102,2
marża EBITDA	14,7%	13,5%		14,6%		16,7%		EV (cena bieżąca)	92,9
EBIT	10,1	8,0	-20,8%	9,0	11,8%	11,6	29,0%	Free float	39,2%
Zysk netto	7,6	6,7	-12,0%	8,0	18,9%	10,0	25,3%		
P/E	8,7	15,2		12,8		6,6		Zmiana ceny: 1m	-9,1%
P/CE	7,6	12,3		10,2		4,8		Zmiana ceny: 6m	-7,7%
P/BV	1,6	1,7		1,3		0,7		Zmiana ceny: 12m	30,3%
EV/EBITDA	6,3	8,0		8,4		3,5		Max (52 tyg.)	21,3
Dyid (%)	4,5	1,6		1,9		2,3		Min (52 tyg.)	8,5



Oczekiwane gorsze niż wcześniej zakładaliśmy wyniki Q1 2010 są już naszym zdaniem zdyskontowane. Pogorszenie wyników wynika z czynników pogodowych i opóźnionego wzrostu cen towarów nabywanych przez spółkę na ceny sprzedaży. Zakładamy, że w kolejnych kwartałach tendencja spadku marż odwróci się. Zwracamy uwagę, że przychody w Q1 2010 mają być na porównywalnym poziomie r/r, pomimo spadku skumulowanej wartości produkcji budowlano-montażowej w Q1 o ponad 10%. Opóźnienia w realizacji szczególnie dotknęły nowe kontrakty, zaś oferta Centrum Klima wykorzystywana jest głównie właśnie na etapie budowy stanów surowych. Rodzi to nadzieję, że spółka może w przyszłości zaskakiwać pozytywnie dynamiką przychodów. Pomimo słabszego r/r wyniku Q1 2010, nie przewidujemy na razie obniżenia prognozy wyniku netto, która zakłada w 2010 roku wygenerowanie 8 mln PLN zysku netto (P/E 2010 = 12,8). Największą szansą dla spółki pozostaje możliwość rozwoju organicznego w nowym zakładzie w Wieruchowie, który będzie gotowy w II połowie 2010 roku. Okres zwiększania mocy produkcyjnych spółki wręcz dokładnie odpowiada okresowi oczekiwanej poprawy koniunktury z zakresie inwestycji deweloperskich. Ze względu na spadek wyceny, podwyższamy nasze zalecenie inwestycyjne do kupuj, przy niezmienionej cenie docelowej.

Prezes o wynikach i przejęciach

W marcu spółka nadrobiła straty ze stycznia i lutego. W efekcie, wyniki Q1 2010 powinny być zbliżone na poziomie przychodów r/r, podczas gdy zysk brutto może być nawet lepszy. Obecnie spółka ma obłożoną produkcję na 3 miesiące. Nie wykluczone, że wkrótce Centrum Klima pochwali się zakupem rentownej firmy dystrybucyjnej. Rozmowy są zaawansowane. Spółka interesuje się też inną firmą dystrybucyjną, do transakcji dojść może jednak dopiero w 2011 roku.



Elektrobudowa (Trzymaj)

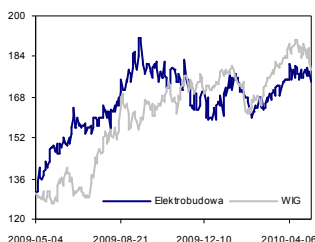
Cena bieżąca: 174 PLN

Cena docelowa: 169,2 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-12

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	811,0	700,9	-13,6%	683,5	-2,5%	726,6	6,3%	Liczba akcji (mln)	4,7
EBITDA	79,0	79,0	0,0%	64,3	-18,6%	68,5	6,5%	MC (cena bieżąca)	826,1
marża EBITDA	9,7%	11,3%		9,4%		9,4%		EV (cena bieżąca)	716,2
EBIT	71,3	69,0	-3,3%	52,8	-23,4%	55,3	4,7%	Free float	36,7%
Zysk netto	60,3	54,5	-9,6%	49,1	-10,0%	54,6	11,2%		
P/E	13,7	15,1		16,8		15,1		Zmiana ceny: 1m	-0,6%
P/CE	12,1	12,8		13,6		12,2		Zmiana ceny: 6m	0,0%
P/BV	3,3	2,9		2,6		2,3		Zmiana ceny: 12m	24,1%
EV/EBITDA	9,4	9,1		11,1		10,0		Max (52 tyg.)	191,0
Dyid (%)	1,4	1,8		2,0		2,2		Min (52 tyg.)	136,0



Kwiecień nie przyniósł zmian w sytuacji fundamentalnej Elektrobudowy. Nadal perspektywy poprawy wyników i wzrostu przychodów pozostają długoterminowe (lata 2012-2013), zaś ryzyka związane z poziomami realizowanych marż krótkoterminowe (rok 2010). Nie można wykluczyć, że brak poprawy w zakresie popytu na rozdzielnice i słaby rok w segmencie instalacji przełożą się na wyniki gorsze r/r. W naszych prognozach zakładamy 49,1 mln PLN zysku netto w 2010 roku (P/E 2010 = 16,8). Prognoza zarządu zakłada 44,4 mln PLN zysku netto (P/E 2010 = 19,1). W dalszym ciągu nie dostrzegamy w ciągu najbliższego roku istotnego potencjału wzrostowego. Popyt ze strony wytwarzania energii (budowa nowych bloków energetycznych) to jedynie około 1/3 przychodów spółki. Pozostałe przychody generują klienci z różnych branż przemysłu i z dziedziny dystrybucji energii. Stosunkowo ostrożnie oceniamy perspektywy rozwoju segmentów bazujących na popycie przemysłu ciężkiego. Uważamy, że również rok 2011 może nie przynieść dużej poprawy. Podtrzymujemy rekomendację neutralną.

Zgoda WZA na dywidendę

WZA wyraziło zgodę na wypłatę dywidendy w wysokości 16,6 mln PLN (3,5 PLN na akcję, yield = 2%). Dniem ustalenia prawa do dywidendy jest 23 lipca, zaś dniem wypłaty jest 9 sierpnia.



Erbud (Trzymaj)

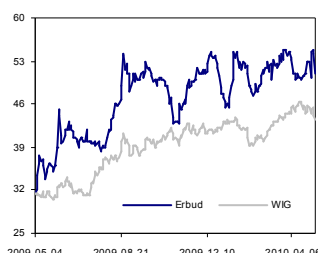
Cena bieżąca: 50,8 PLN

Cena docelowa: 54,6 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-11

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 046,1	954,6	-8,7%	1 226,0	28,4%	1 340,5	9,3%	Liczba akcji (mln)	12,6
EBITDA	67,3	68,3	1,4%	66,9	-2,1%	66,2	-1,0%	MC (cena bieżąca)	638,6
marża EBITDA	6,4%	7,2%		5,5%		4,9%		EV (cena bieżąca)	587,6
EBIT	60,8	60,5	-0,5%	60,7	0,3%	59,9	-1,2%	Free float	14,1%
Zysk netto	9,3	41,7	347,9%	51,3	23,2%	50,0	-2,6%		
P/E	68,7	15,3		12,4		12,8		Zmiana ceny: 1m	-4,6%
P/CE	40,3	12,9		11,1		11,4		Zmiana ceny: 6m	10,4%
P/BV	3,2	2,7		2,3		2,0		Zmiana ceny: 12m	40,3%
EV/EBITDA	9,3	7,4		8,8		8,3		Max (52 tyg.)	55,0
Dyid (%)	0,0	0,2		1,0		1,2		Min (52 tyg.)	33,8



Erbud w kwietniu podpisał kontrakty o wartości około 135 mln PLN (kontrakty ujawnione). Kontrakty te powodują, że spółka zbliża się do wykonania naszej prognozy, zakładającej w 2010 roku wygenerowanie 900 mln PLN w segmencie generalnego wykonawstwa w Polsce. Uważamy, że potencjał do generowania pozytywnych zaskoczeń w wynikach 2010 roku powoli wyczerpuje się, gdyż już niedługo nowe pozyskiwane kontrakty będą wpływały głównie na portfel zleceń na rok 2011. Oczekujemy, że w drugiej połowie 2010 roku Erbud pozyska kontrakty za kilkadziesiąt mln PLN, będzie to jednak naturalne budowanie portfela na rok kolejny. Pomimo bardzo dobrej historii wyników spółki, nie można wykluczyć, że wyniki w 2011 roku będą gorsze niż w roku 2010. Wynika to z malejącego udziału starych kontraktów, kalkulowanych po cenach z 2008 roku, w portfelu zleceń, oraz ryzyka wzrostu kosztów w II połowie 2010 roku. Wskaźniki wyceny spółki są nieznacznie niższe od średnich w branży, wynika to jednak z lepszych niż przeciętne oczekiwanych wyników spółki w roku 2010. Z uwagi na niewielką różnicę między ceną docelową i rynkową utrzymujemy rekomendację neutralną.

Plany na rok 2010

Erbud liczy na poprawę wyników r/r. Wskazuje na to większy o około 40% r/r portfel zleceń. Wartość kontraktów do realizacji w 2010 roku przekracza 800 mln PLN. Łącznie portfel zleceń na lata 2010-2011 przekracza 1 mld PLN. Spółka nadal koncentruje się na pozyskiwaniu kontraktów o terminie realizacji do 1,5 roku. Tylko wtedy Erbud może być spokojny o marżę. Wpływ z rynków zagranicznych nadal będą rosł. W Niemczech największe firmy budowlane rezygnują z walki o średniej wielkości kontrakty, co może być szansą dla Erbudu. Erbud liczy na pozyskanie co najmniej 3 umów na budowę galerii handlowych jeszcze w tym roku. Spółka myśli o przejęciu 1-2 projektów związanych z budową centrów handlowych lub biurowców. Wartość tych projektów to 50-100 mln PLN każdy. Budlex planuje w 2010 roku sprzedać 200 mieszkań na rynku bydgoskim i toruńskim, czyli tyle, co w 2009 roku.

Kontrakty za 134,7 mln PLN

Erbud podpisał nowy kontrakt z Zakładem Remontowym Energetyki w Katowicach. Przedmiotem kontraktu jest budowa hali przemysłowej. Wartość kontraktu to 27,2 mln PLN (2,2% prognozowanych na rok 2010 przychodów spółki). Prace zakończą się 14 stycznia 2011 roku. Wartość prac przypadających na rok 2010 to 26,8 mln PLN. Erbud podpisał kontrakt na budowę zespołu mieszkaniowo-usługowego na Bielanych dla Grupa Lar Real Estate Polonia. Wartość kontraktu to 20 mln PLN (1,6% przychodów prognozowanych na rok 2010). Erbud podpisał kontrakt ze spółką z grupy Rank Progress na budowę Galerii Twierdza w Zamościu. Wartość kontraktu to 47 mln PLN (3,8% prognozowanych przychodów na rok 2010). Kontrakt będzie realizowany w terminie od 11 maja 2010 do 31 marca 2011. Wartość prac w roku 2010 wyniesie około 10 mln PLN. Erbud podpisał też umowę z RED Real Estates Development na budowę kolejnego budynku w Ursusie. Wartość kontraktu to 12,35 mln PLN (1,1% prognozowanych na rok 2010 przychodów). Erbud podpisał kontrakt na przebudowę pralni w Śląskim Uniwersytecie Medycznym za 10 mln PLN (0,9% prognozowanych przychodów na rok 2010). Erbud podpisał kontrakt na realizację zespołu mieszkaniowo-usługowego w Międzyzdrojach. Kontrakt będzie realizowany do marca 2011 roku. Wartość kontraktu to 18,1 mln PLN (około 1,5% prognozowanych na rok 2010 przychodów Erbudu). Kontrakt będzie realizowany do marca 2011 roku.

Spełnienie warunku zakupu udziałów

Erbud poinformował o spełnieniu wszystkich warunków zakupu 25% udziałów w firmie Budlex. Dzięki temu Erbud będzie w pełni kontrolował dewelopera. Za udziały spółka zapłaci 25 mln PLN, zapłata nastąpi w kilku ratach i potrwa do 1 lipca 2013 roku.



Mostostal Warszawa (Akumuluj)

Cena bieżąca: 68,3 PLN

Cena docelowa: 78,2 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-06

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 211,3	2 700,8	22,1%	2 731,7	1,1%	3 018,4	10,5%	Liczba akcji (mIn)	20,0
EBITDA	144,8	211,7	46,2%	168,8	-20,2%	156,3	-7,4%	MC (cena bieżąca)	1 366,0
marża EBITDA	6,5%	7,8%		6,2%		5,2%		EV (cena bieżąca)	1 176,6
EBIT	121,9	183,8	50,8%	131,8	-28,3%	118,4	-10,2%	Free float	28,9%
Zysk netto	81,1	120,3	48,4%	107,4	-10,7%	94,8	-11,7%		
P/E	16,8	11,4		12,7		14,4		Zmiana ceny: 1m	-8,9%
P/CE	13,1	9,2		9,5		10,3		Zmiana ceny: 6m	3,5%
P/BV	4,0	2,8		2,6		2,4		Zmiana ceny: 12m	23,1%
EV/EBITDA	8,1	5,2		7,0		7,4		Max (52 tyg.)	79,0
Dyid (%)	0,4	0,0		4,4		3,9		Min (52 tyg.)	53,9



Mostostal Warszawa nie zaskakuje nas ilością, ani wartością pozyskiwanych kontraktów. Spółka pozostaje konserwatywna w pozyskiwaniu dużych zleceń drogowych, zapelnia zaś portfel zamówień głównie mniejszymi zleceniami z sektora publicznego. Mostostal bez wątpienia nie oprze się tendencji spadku realizowanych marż, jednak polityka pozyskiwania kontraktów ogranicza ryzyko znacznych zaskoczeń negatywnych. Podtrzymujemy opinię, że spółka dysponuje ukrytym potencjałem, na który składa się gotówka netto (16,9 PLN na akcję na koniec 2009 roku) oraz zaplecze pozwalające na rozwój w segmencie energetycznym (Remak i inne spółki podwykonawcze). Pozytywnie oceniamy brak wypłaty znacznej dywidendy z zysku za rok 2009. Uważamy, że pozostające w spółce środki mogą być z powodzeniem wykorzystane na finansowanie kontraktów z dziedziny energetyki, spalarni odpadów, czy hydrotechniki. Zasoby gotówkowe Mostostalu do dorobek spółki, nie zaś efekt przejściowych, korzystnych dla spółki wskaźników rotacji kapitału obrotowego (jak w Budimexie). Uważamy, że w najbliższym czasie Mostostal Warszawa będzie sięgał po te same kontrakty, co PBG. Wycena PBG dyskontuje dwukrotnie wyższe wyniki finansowe (EV/S 2010 = 1,14 dla PBG, EV/S = 0,43 dla Mostostalu). Z uwagi na spadek wyceny Mostostalu powracamy do pozytywnej rekomendacji akumuluj.

Zima negatywnie wpływa na wyniki Q1 2010

Prezes Mostostalu przyznaje, że zima negatywnie wpłynęła na wielkość przychodów i efektywność produkcji w Q1 2010. Za wcześniej jest jednak, aby twierdzić, że negatywny wpływ nie zostanie odrobiony w kolejnych kwartałach. Tendencja wzrostowa przychodów powinna się utrzymać. Prezes nie chce się jednocześnie wypowiadać na temat rentowności, sugerując, że rok 2009 był wyjątkowo dobry i obecny trudno z nim porównywać. Z niepokojem prezes obserwuje bardzo niskie ceny zawieranych w segmencie infrastrukturalnym kontraktów.

Propozycja dywidendy w wysokości 1,4 PLN na akcję

Rada Nadzorcza pozytywnie zaopiniowała propozycję podziału zysku za rok 2009. Na dywidendę dla akcjonariuszy zaproponowano kwotę 28 mln PLN (1,4 PLN na akcję, yield = 1,9%).

Kontrakty za 140,4 mln PLN

Mostostal Warszawa podpisał dwa kontrakty z Gminą Wrocław o wartości 80,6 mln PLN (3% prognozowanych na rok 2010 przychodów). Przedmiotem pierwszego kontraktu jest zaprojektowanie i budowa ulicy Drzymały we Wrocławiu. Wartość kontraktu przewidzianego do realizacji w ciągu 14 miesięcy to 9,75 mln PLN. Przedmiotem drugiego kontraktu o 14-miesięcznym terminie wykonania jest przebudowa ulicy Lotniczej we Wrocławiu. Wartość kontraktu to 70,8 mln PLN. Kolejny kontrakt polega na budowie i przebudowie dróg w Koszalinie. Wartość kontraktu to 28,3 mln PLN. Realizacja potrwa 34 miesiące. Mostostal Warszawa podpisał kontrakt z Akademią Wychowania Fizycznego w Poznaniu, zakłada budowę budynku dydaktycznego. Wartość kontraktu to 31,5 mln PLN. Realizacja potrwa do 5 lutego 2012 roku. Wartość obu kontraktów to 2,2% prognozowanych przychodów na rok 2010.

Najtańsza oferta za 24,1 mln PLN

Konsorcjum firm na czele z Mostostalem Warszawa złożyło najkorzystniejszą ofertę na budowę Muzeum Warszawskiej Pragi. Wartość oferty to 24,1 mln PLN (niecały 1% prognozowanych na rok 2010 przychodów Mostostalu). Najdroższą ofertę w przetargu, w którym startowało 6 firm, złożył Budimex (31 mln PLN).



PBG (Sprzedaj)

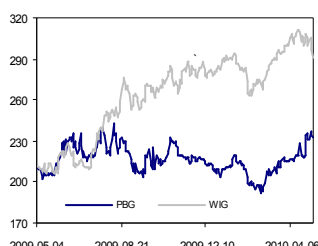
Cena bieżąca: 232 PLN

Cena docelowa: 173,2 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-07

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 089,3	2 578,0	23,4%	3 343,0	29,7%	3 506,3	4,9%	Liczba akcji (mIn)	14,3
EBITDA	270,6	291,7	7,8%	343,2	17,6%	319,8	-6,8%	MC (cena bieżąca)	3 316,4
marża EBITDA	12,9%	11,3%		10,3%		9,1%		EV (cena bieżąca)	3 802,5
EBIT	223,4	286,5	28,2%	298,0	4,0%	274,4	-7,9%	Free float	45,5%
Zysk netto	158,0	210,6	33,3%	203,1	-3,6%	201,1	-1,0%		
P/E	19,7	15,7		16,3		16,5		Zmiana ceny: 1m	7,4%
P/CE	15,2	15,4		13,4		13,5		Zmiana ceny: 6m	5,5%
P/BV	1,1	2,4		1,0		1,0		Zmiana ceny: 12m	11,0%
EV/EBITDA	14,7	13,8		11,1		11,0		Max (52 tyg.)	242,9
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	192,0



Nie znajdujemy uzasadnienia wzrostu kursu PBG. Wycena spółki na tle branży pozostaje wyjątkowo wymagająca i nadal dyskontuje dwukrotnie wyższe marże, niż w przypadku pozostałych firm. Nawet gdyby PBG mogło istotnie zaskakiwać wartością pozyskiwanych zleceń, ryzykiem na lata przyszłe pozostaje konwergencja marż do poziomu właściwego dla branży. Jednym z wskazujących na to czynników może być staranie się przez PBG o te same kontrakty, o które walczą konkurencyjne firmy (energetyka, drogi, spalarnie odpadów). Nie wykluczamy, że prognoza wyniku na rok 2010 będzie zakładała wzrost wyników spółki, obawiamy się jednak, że wzrost ten będzie miał podstawę w zdarzeniach jednorazowych (w tym wycena inwestycji biurowej w toku). Nadal rentowność kontraktów stadionowych i perspektywa wyników Hydrobudowy w 2010 roku pozostaje czynnikiem ryzyka. Uważamy, że wycena spółki jest zdecydowanie zbyt wysoka (P/E 2009 = 15,8, przy ryzyku spadku marż z wyjątkowo wysokich poziomów). Podtrzymujemy rekomendację sprzedaj.

Wiceprezes o wynikach Q1 2010 i wynikach 2010 roku

PBG ocenia, że jest możliwy kilkunastoprocentowy wzrost przychodów w 2010 roku r/r. Marże mają być porównywalne do marż osiągniętych w przeszłości. Podpisanie kontraktów jeszcze w pierwszej połowie 2010 roku, w tym drogowych, może jeszcze wpłynąć na wyniki 2010 roku. Wyniki Q1 2010 PBG i Hydrobudowy powinny być porównywalne r/r. Zima dała się we znaki, ale nie na tyle, aby spodziewać się drastycznych spadków wyników r/r. Wraz z publikacją wyników za Q1 2010 zarząd poda prognozę na rok 2010.

Najkorzystniejsza oferta na kwotę około 470 mln PLN

Konsorcjum z udziałem firm SRB (lider), PBG, Aprivia, Hydrobudowa Polska oraz John Sisk złożyło najkorzystniejszą ofertę na budowę odcinka autostrady A1 Toruń – Stryków na odcinku Czerniewice – Brzezie. Zaproponowana cena to 934 mln PLN. Zakładając, że udział Grupy PBG w ofercie to 50%, wartość oferty przypadająca na Grupę to około 467 mln PLN, czyli 14% prognozowanych na rok 2010 przychodów. Kolejne były oferty: NDI (941 mln PLN), Bunte (949 mln PLN), Budimexu (972,3 mln PLN), Eurovia (976,8 mln PLN), Mostostal (1019,7 mln PLN), Strabag (1023 mln PLN), MSF (1027,4 mln PLN), Alpine (1102,7 mln PLN) i Dragados (1138,1 mln PLN).

PBG kupuje akcje Hydrobudowy

PBG odkupiło 650 507 akcji od członka zarządu Hydrobudowy po 3,6 PLN/akcję. Udział PBG w kapitale Hydrobudowy wzrósł z 62,47% do 63,05%.

Wyplata dywidendy, 1,4 PLN na akcję

PBG wypłaci 20 mln PLN w formie dywidendy (1,4 PLN na akcję, yield = 0,6%). Dzień ustalenia prawa do dywidendy to 12 maja, zaś termin wypłaty dywidendy – 31 maja.



Polimex Mostostal (Akumuluj)

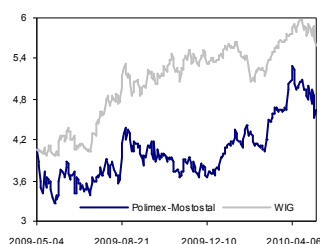
Cena bieżąca: 4,65 PLN

Cena docelowa: 5,16 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-06

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	4 301,7	4 836,7	12,4%	4 502,5	-6,9%	4 761,1	5,7%	Liczba akcji (mIn)	463,6
EBITDA	298,5	343,6	15,1%	311,1	-9,4%	318,6	2,4%	MC (cena bieżąca)	2 155,7
marża EBITDA	6,9%	7,1%		6,9%		6,7%		EV (cena bieżąca)	2 677,8
EBIT	228,1	264,9	16,1%	209,8	-20,8%	217,3	3,6%	Free float	68,4%
Zysk netto	120,1	156,4	30,2%	156,5	0,1%	171,7	9,7%		
P/E	17,9	13,8		13,8		12,6		Zmiana ceny: 1m	-12,1%
P/CE	11,3	9,2		8,4		7,9		Zmiana ceny: 6m	26,0%
P/BV	2,0	1,7		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m	29,2%
EV/EBITDA	9,1	7,6		8,6		7,9		Max (52 tyg.)	5,3
Dyid (%)	0,2	0,2		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,3



Polimex Mostostal jest drugą obok Rafako spółką z największą ekspozycją na segment budownictwa energetycznego. Firma od lat przygotowywała się do rekordowych inwestycji w branży. Największą szansą dla Polimexu jest możliwość pozyskania dużych kontraktów na budowę nowych bloków energetycznych. Pierwsze kontrakty z tej grupy będą rozstrzygane pod koniec 2010 roku. Największym ryzykiem pozostają krótkoterminowe wyniki Grupy, głównie wyniki w segmentach specjalistycznych oraz w zakresie produkcji wyrobów stalowych (ekspozycja na zmienność kursów walut i ryzyko wzrostu cen stali). Wbrew konsensusowi uważamy, że w 2010 roku raczej nie ma możliwości na poprawę wyników Grupy r/r, nie wykluczamy nawet, że wynik bieżącego roku może być nieznacznie niższy r/r. Mimo to, ryzyka te są neutralizowane przez perspektywy związane z przewidywanymi inwestycjami w sektorze energetycznym. Zwracamy uwagę, że usługi świadczone przez Grupę w segmentach specjalistycznych (chemia i energetyka) mają charakter głównie podwykonawczy, co rodzi możliwości rozwoju na zasadzie generalnego wykonawstwa (szansa na duży wzrost przychodów). Grupa dysponuje także bardzo dużym własnym zapleczem produkcyjnym i montażowym. W związku ze spadkiem wyceny Polimexu, ponownie wracamy do rekomendacji akumuluj.

Rentowność netto nie osiągnie 4%

Prezes Polimexu oczekuje, że marża zysku netto w tym roku przekroczy ubiegłoroczne 3,2%, nie osiągnie jednak poziomu 4%. Prezes dodaje, że ten rok będzie dla branży trudny. Na szczęście, ceny materiałów budowlanych silnie nie rosły, złoty zaś się ustabilizował.

Wybór oferty na budowę drogi S-69

GDDKiA wybrała ofertę konsorcjum z udziałem Polimexu na budowę odcinka drogi S-69 Żywiec – Zwardoń. W skład konsorcjum wchodzi też firmy Doprastrav i Mostmar. Udział Polimexu w konsorcjum to 34%, co daje udział wartościowy w wysokości 268 mln PLN (prawie 6% prognozowanych na rok 2010 przychodów Polimexu). Realizacja potrwa 27 miesięcy. Wartość całości kontraktu to 788 mln PLN. Zwracamy uwagę, że wartość oferty złożonej przez kolejnego konkurenta była o 151 mln PLN wyższa, niż wartość oferty konsorcjum Polimexu.

Kontrakt na budowę parku wodnego za 81,8 mln PLN

Konsorcjum firm Polimex Mostostal i Master podpisało kontrakt na budowę parku wodnego w Rudzie Śląskiej. Wartość kontraktu to 67,1 mln PLN, z czego na Polimex przypada 91,7%, czyli 61,5 mln PLN (1,4% prognozowanych na rok 2010 przychodów).

Nowy plan połączenia z wyłączeniem Naftobudowy

Polimex ogłosił nowy plan połączenia. Plan obejmuje Energomontaż Północ, Naftoremont, ZRE Kraków, ZRE Lublin, EPE Rybnik i ECeRemont. Z planu została wyłączona Naftobudowa. Parytet połączenia z Energomontażem Północ został zmieniony z 3,62 na 3,81.

Nowy plan połączenia z Naftobudową

Polimex opublikował nowy plan połączenia z Naftobudową. Plan przewiduje powrót do dawnego parytetu połączenia, tzn. 6,04 akcji Polimexu za akcję Naftobudowy.



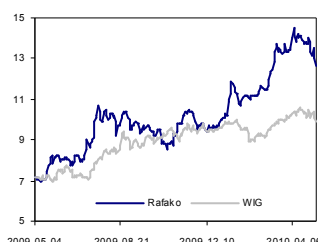
Rafako (Trzymaj)

Cena bieżąca: 12,65 PLN Cena docelowa: 13,6 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-12

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 125,6	963,7	-14,4%	1 036,0	7,5%	1 477,0	42,6%	Liczba akcji (mln)	69,6
EBITDA	76,1	67,5	-11,3%	70,2	4,0%	80,6	14,7%	MC (cena bieżąca)	880,4
marża EBITDA	6,8%	7,0%		6,8%		5,5%		EV (cena bieżąca)	636,8
EBIT	60,8	53,9	-11,3%	54,0	0,2%	63,7	17,9%	Free float	21,8%
Zysk netto	-1,4	37,7		53,1	40,7%	63,0	18,6%		
P/E		23,3		16,6		14,0		Zmiana ceny: 1m	-9,6%
P/CE	62,9	17,1		12,7		11,0		Zmiana ceny: 6m	28,4%
P/BV	2,6	2,4		2,1		1,8		Zmiana ceny: 12m	78,7%
EV/EBITDA	8,3	9,5		9,1		7,1		Max (52 tyg.)	14,5
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	6,9



Obecna wycena spółki na tle branży pozostaje bardzo wysoka, szczególnie w kontekście oczekiwanych wyników 2010 roku ($P/E\ 2010 = 16,6$, $EV/EBITDA\ 2010 = 9,1$, $EV/S\ 2010 = 0,6$). Mimo to, czysta ekspozycja spółki na segment energetyczny oznacza, że Rafako dysponuje nieproporcjonalnie większymi niż inne firmy z branży możliwościami zwiększania przychodów. Nasze oczekiwania dotyczące 1,48 mld PLN przychodów i 62,3 mln PLN zysku netto w 2011 roku nie wskazują na istotny potencjał wzrostowy. Aby potencjał wzrostowy kursu pojawił się, konieczne jest naszym zdaniem, aby realną i oczekiwaną stała się możliwość wzrostu przychodów do poziomu ponad 2 mld PLN w 2012 roku. W kontekście oczekiwanych wyników roku 2012 i 2013 Rafako wydaje nam się ciekawą alternatywą inwestycyjną, jednak nadal ten horyzont czasowy wydaje się być zbyt odległy, aby mógł być już teraz w pełni dyskontowany. Podtrzymujemy rekomendację neutralną, związaną z wysoką bieżącą wyceną rynkową Rafako.

Wybór oferty na dostawę kotła za 230 mln PLN

Rafako poinformowało o wyborze oferty konsorcjum z udziałem Rafako i OMIS s.c. przez PKE S.A. na wykonanie projektu, dostawę, montaż i uruchomienie kotła OFz-201 na biomasę w Elektrowni Jaworzno III. Wartość oferty to 230 mln PLN, z czego na Rafako przypada 163 mln PLN (15,7% prognozowanych na rok 2010 przychodów Rafako). Oferty złożyło tylko konsorcjum Rafako oraz konsorcjum Foster Wheeler. Oferta konsorcjum Foster Wheeler została odrzucona.



Trakcja Polska (Trzymaj)

Cena bieżąca: 4,14 PLN

Cena docelowa: 4,16 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-06

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	794,6	711,6	-10,4%	676,8	-4,9%	922,1	36,2%	Liczba akcji (mIn)	160,1
EBITDA	60,9	86,8	42,4%	52,2	-39,8%	53,2	1,9%	MC (cena bieżąca)	662,8
marża EBITDA	7,7%	12,2%		7,7%		5,8%		EV (cena bieżąca)	464,0
EBIT	53,0	76,7	44,6%	41,7	-45,5%	42,5	1,8%	Free float	40,0%
Zysk netto	54,7	71,6	30,9%	39,8	-44,4%	40,2	1,1%		
P/E	12,1	9,3		16,7		16,5		Zmiana ceny: 1m	-10,2%
P/CE	10,6	8,1		13,2		13,0		Zmiana ceny: 6m	7,5%
P/BV	2,1	1,8		1,6		1,4		Zmiana ceny: 12m	-2,8%
EV/EBITDA	5,7	6,0		8,9		8,2		Max (52 tyg.)	4,7
Dyid (%)	0,0	2,4		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,5



Nie dostrzegamy na razie symptomów poprawy sytuacji na kolei. PKP PLK nie ogłosiła w ciągu ostatnich miesięcy dużych przetargów, mogących wpłynąć na poprawę sytuacji na rynku. Możliwości generowania przez PKP PLK rocznych wydatków inwestycyjnych w wysokości 5 mld PLN pozostają nadal jedynie w sferze planów. W kontekście rosnącego deficytu budżetowego i niejasnej polityki w zakresie budowy dróg szybkiego ruchu, trudno powiedzieć, czy wzrost wydatków PKP PLK może nastąpić jeszcze w 2011 roku, czy raczej przypadnie on na lata 2012+. Wyniki Q1 i Q2 2010 powinny być dobre (Q1: wycena instrumentów pochodnych, Q1 i Q2 - duży udział w wyniku starych kontraktów pozyskanych po bardzo dobrych cenach). Podtrzymujemy opinię, że od Q3 2010 spółkę czeka istotne pogorszenie wyników finansowych, co związane jest z deficytem nowych kontraktów oraz z zakończeniem starych, wysoko marżowych zleceń. Plany akwizycji spółki z sektora drogowego w zamian za gotówkę i akcje oceniamy neutralnie. Nie znamy parametrów wyceny, nie można wykluczyć jednak, że transakcja mogłaby pozytywnie wpływać na wycenę Trakcji Polskiej. Z uwagi na realizację potencjału spadkowego ujętego w zaktualizowanej rekomendacji, podwyższamy zalecenie inwestycyjne do trzymaj.

Podpisanie kontraktu na LCS Działdowo planowane w na przełomie 04/05

Zarząd Trakcji spodziewa się, że podpisanie kontraktu na modernizację LCS Działdowo będzie miało miejsce na początku maja. Z wartego 781 mln PLN kontraktu udało się wtedy zrealizować w 2010 roku 250 mln PLN. Portfel zamówień na rok 2010 wynosi obecnie około 400 mln PLN. Wkrótce spółka spodziewa się ogłoszenia przetargów na modernizację linii Warszawa-Gdynia i Katowice-Rzeszów. Pierwsze wpływy z przetargów miałyby szansę pojawić się w 2011 roku.

Akcjonariusz zgadza się na przejęcia

Po konsultacjach z akcjonariuszem, zarząd Trakcji doszedł do wniosku, że będzie dążyć do nabywania firm zajmujących się budową sieci energetycznych i budownictwem drogowym. Na realizację tego celu spółka ma 160 mln PLN gotówki. W razie potrzeby Trakcja może zdecydować się na emisję akcji.

Podpisanie umowy na kwotę 57,6 mln PLN

Spółka zależna Trakcji Polskiej, PRKiL, w konsorcjum z Infrakol, podpisała umowę na modernizację linii kolejowej nr 358 na odcinku Zbąszynek – Czerwieńsk. Wartość kontraktu to 57,6 mln PLN (8,5% prognozowanych na rok 2010 przychodów). Realizacja potrwa 30 miesięcy. Przypominamy, że oferta kolejnej konkurencyjnej firmy była na poziomie ceny brutto wyższa o 10 mln PLN od ceny zaoferowanej przez PRKiL.



Ulma Construcción Polska (Trzymaj)

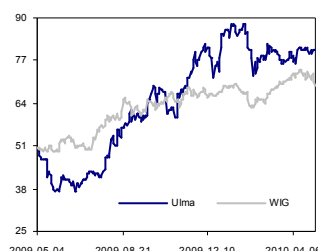
Cena bieżąca: 80 PLN

Cena docelowa: 82,2 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-01-06

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	241,5	175,4	-27,4%	221,4	26,2%	247,6	11,9%	Liczba akcji (mln)	5,3
EBITDA	103,4	72,1	-30,3%	112,6	56,2%	125,2	11,2%	MC (cena bieżąca)	420,5
marża EBITDA	42,8%	41,1%		50,9%		50,6%		EV (cena bieżąca)	573,3
EBIT	40,9	4,0	-90,3%	43,4	996,4%	52,0	19,9%	Free float	18,8%
Zysk netto	25,9	-5,5		24,9		33,0	32,5%		
P/E	16,3			16,9		12,7		Zmiana ceny: 1m	2,6%
P/CE	4,8	6,7		4,5		4,0		Zmiana ceny: 6m	17,0%
P/BV	1,6	1,6		1,5		1,3		Zmiana ceny: 12m	67,5%
EV/EBITDA	5,8	8,9		5,1		4,4		Max (52 tyg.)	88,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	37,0



W Q1 2010 spodziewamy się straty netto na poziomie nieznacznie wyższym, niż w zeszłym roku. Wpływ na to ma brak istotnego wzrostu przychodów r/r oraz duży poziom kosztów stałych. Około 95% kosztów własnych sprzedaży Ulmy ma stały charakter. Mimo słabego wyniku netto, oczekujemy poprawy wyniku EBITDA o 2,1 mln PLN. Za część pogorszenia wyników odpowiada wzrost amortyzacji, przy spadku pozostałych kosztów. Zwracamy też uwagę, że brak wzrostu przychodów będzie miał miejsce w okresie, gdy skumulowana produkcja budowlano-montażowa spadła o ponad 10%. W dodatku, spółka jest eksponowana głównie na nowe, opóźniające się z przyczyn pogodowych w Q1 2010 kontrakty. Podtrzymujemy prognozy zakładające około 25 mln PLN zysku netto w 2010 roku, nie wykluczając, że mogą się one okazać nieznacznie zbyt optymistyczne. Większej poprawy wyników oczekujemy w 2011 roku. Za poprawą wyników w 2010 roku stoi głównie popyt na szalunki infrastrukturalne, podczas gdy w 2011 roku poprawa wyników powinna być zawdzięczana segmentowi budownictwa kubaturowego. Z punktu widzenia oczekiwanych przyszłych wyników finansowych, wycena spółki jest naszym zdaniem właściwa. Podtrzymujemy rekomendację neutralną.

Strata w Q1 2010

Zarząd Ulmy nie liczy na zysk w Q1 2010. Spółka mocno odczuła spowolnienie związane z zimą. Szansy na poprawę wyników zarząd spółki dopatruje się w poprawie w branży deweloperskiej. Prezes dodaje też, że przyspieszenie robót infrastrukturalnych, które może wymusić zbliżające się Euro 2012, może wpłynąć na nowe umowy, ale dopiero w II półroczu.



Unibep (Trzymaj)

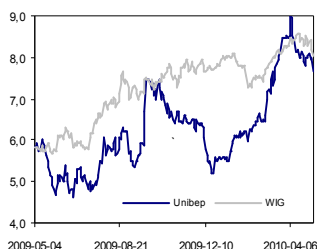
Cena bieżąca: 7,67 PLN

Cena docelowa: 7,52 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-06

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	503,9	392,7	-22,1%	658,3	67,6%	689,6	4,8%	Liczba akcji (mln)	33,9
EBITDA	33,4	28,9	-13,6%	28,7	-0,6%	27,2	-5,4%	MC (cena bieżąca)	260,2
marża EBITDA	6,6%	7,4%		4,4%		3,9%		EV (cena bieżąca)	262,9
EBIT	31,8	24,1	-24,0%	23,7	-2,0%	22,0	-6,9%	Free float	27,5%
Zysk netto	27,6	17,8	-35,6%	18,9	6,0%	20,0	6,3%		
P/E	9,4	14,6		13,8		13,0		Zmiana ceny: 1m	-9,8%
P/CE	8,9	11,5		10,9		10,3		Zmiana ceny: 6m	15,0%
P/BV	2,5	2,4		1,9		1,6		Zmiana ceny: 12m	33,4%
EV/EBITDA	6,1	9,1		9,2		7,3		Max (52 tyg.)	9,0
Dyid (%)	0,0	1,3		0,0		0,8		Min (52 tyg.)	4,6



Unibep był spółką bardzo aktywnie pozyskującą kontrakty w I połowie 2009 roku, co rodzi ryzyko spadku rentowności w ramach działalności budowlanej. Nie oczekujemy również pozytywnych wyników z działalności produkcyjnej. W 2010 roku spółka zapewniła nowo otwartej fabryce domów portfel zleceń, jednak jest to element budowania pozycji na rynku (kontrakty pozyskane po niskiej cenie). Dobre wyniki w 2010 roku zapewniać będzie działalność deweloperska. Pozytywnie oceniamy zapowiedź zaangażowania w projekt deweloperski o wartości 100 mln PLN. Po zakończeniu sprzedaży mieszkań z Osiedla Santorini, czyli w 2011 roku, spółka byłaby nadpłynna. Uważamy, że pozyskanie udziału w projekcie może pozwolić na kontynuację działalności deweloperskiej w latach przyszłych i uwzględnienie jej w prognozach (co może istotnie pozytywnie wpływać na prognozy). Nie dostrzegamy poprawy na rynkach rosyjskich. Nie można wykluczyć, że działalność na rynkach wschodnich w kolejnych latach nie będzie kontynuowana. Z uwagi na zrównoważony bilans szans i ryzyk związanych z działalnością Unibepu oraz spadek wyceny o około 15% od czasu obniżenia rekomendacji inwestycyjnej, powracamy do rekomendacji trzymaj.

Kontrakt za 27,9 mln PLN zapewnia pełne wykonanie prognozy

Unibep podpisał kontrakt z TK Polska Operations na budowę budynków handlowo-usługowych wraz z budynkiem centrum medycznego w Warszawie. Wartość kontraktu to 27,9 mln PLN (około 4,2% prognozowanych na rok 2010 przychodów Unibepu). Realizacja prac potrwa 14 miesięcy. Prezes poinformował, że kontrakt zapewnia 100% pokrycia prognoz na ten rok. Po pierwszym półroczu spółka przyjrzy się wynikom pod kątem korekty prognoz. Prezes przyznaje, że chciałby, aby w tym roku rentowność netto wyniosła 4%.

Dywidenda w wysokości 10 groszy na akcję, nowe kontrakty

Zarząd rekomenduje wypłatę dywidendy w wysokości 3,4 mln PLN (10 groszy na akcję, yield = 1,3%). Spółka obecnie negocjuje trzy kontrakty o wartości 40 mln PLN każdy. W połowie maja przyjeżdża też delegacja z Norwegii, pragnąca prowadzić rozmowy nt. rozszerzenia współpracy w ramach produkcji domów modułowych. W tym roku segment ma zapewnić 50-70 mln PLN przychodów (portfel na ten rok: 50 mln PLN). Nie wykluczone, że jeszcze w kwietniu Unibep przejmie projekt deweloperski na 230 mieszkań w Warszawie o całkowitym koszcie ponad 100 mln PLN.

Deweloperzy

Segment mieszkaniowy

Wyniki sprzedaży mieszkań w Q1 2010

Dom Development sprzedał w Q1 2010 ponad 300 mieszkań (Q4: 300), uwzględniając rezygnacje. Sprzedaż brutto (bez rezygnacji) J.W. Construction wyniosła 286 lokali (Q4: 262, 106 mieszkań sprzedanych w marcu 2010). Polnord w Q1 2010 sprzedał netto 129 lokali (marzec: 47, brutto: 146). Prezes Polnordu oczekuje, że sprzedaż będzie rosła wraz z wprowadzeniem do oferty mieszkań w nowych projektach. Prezes liczy, że plany sprzedaży 800 mieszkań w 2010 roku zostaną przekroczone. Gant w Q1 2010 sprzedał 168 mieszkań (+10% q/q). 85 mieszkań sprzedał Ronson (w tym 82 ze starej oferty). Wyniki sprzedaży mieszkań są lepsze niż w Q4 2009.

Czy może zabraknąć najmniejszych mieszkań?

Najszybciej sprzedają się małe lokale o powierzchni 50-55 m². Prezes redNet Property Group uważa, że mimo wzrostu podaży nowych małych mieszkań, zaczną ich brakować pod koniec roku. Nasilanie się zjawiska deficytu małych mieszkań przewiduje także przedstawicielka Home Broker.

Struktura oferty deweloperów w Warszawie

Zgodnie z danymi Emmerson, na koniec Q1 2010 w Warszawie do kupienia było 13,5 tys. mieszkań. Najwięcej, bo ponad 2000 mieszkań, znajduje się na Wilanowie, niespełna 1500 na Woli, 1400 na Białołęce, ponad 1300 na Mokotowie. Na końcu listy na odmianę znajduje się Rembertów, Praga Północ, Ursynów i Wesoła.

Atlas Estates

Oferta zakupu wszystkich akcji po 0,9 GBP (4,08 PLN)

Fragilig Holdings ogłosił wezwanie na zakup wszystkich akcji Emitenta z wyjątkiem akcji własnych, po 0,9 GBP za akcję.

Echo Investment

Transakcja nabycia gruntu

Spółka Projekt Echo – 58, w której Echo Investment posiada 51% udziałów, podpisała umowę z BRJ Invest umowę przedwstępną nabycia gruntu w Warszawie w obrębie ulic Sikorskiego i Witosa o powierzchni 34 271 m². Cenę nabycia ustalono na 70 mln PLN, zaś płatność będzie dokonana w 4 ratach, płatnych do 1 kwietnia 2013 roku. Umowa ma być zawarta 1 października 2010 roku, pod warunkiem m.in. braku obciążeń nieruchomości długiem. Zakup spółka sfinansuje ze środków własnych. Na działce deweloper zaplanował inwestycję biurową na 60 tys. PUM. Echo zamierza projekt podzielić na 3 etapy. Budowa I fazy ma zacząć się w 2011 roku.

Gant Development

Gant do końca roku wyemituje obligacje za 95 mln PLN

Gant planuje do końca 2010 roku wyemitować obligacje za 95 mln PLN. Pierwsza emisja może być przeprowadzona w kolejnym miesiącu, zaś następna, za 25 mln PLN, w czerwcu. W kwietniu na Catalyst zadebiutowały obligacje niezabezpieczone za 28,9 mln PLN. Termin wykupu to koniec marca 2012, zaś oprocentowanie = WIBOR 3M + 6,5%.

Rozpoczęcie budowy przy ul. Sokołowskiej

Budopol podpisał z Gantem umowę na budowę inwestycji Kaskada na Woli przy ul. Sokołowskiej w Warszawie. Rozpoczęcie prac nastąpiło 4 maja 2010 roku, zakończenie zaś w grudniu 2011 roku. Łącznie w 2 etapach powstanie ponad 40 tys. PUM.

Orco Property Group

Emisje prywatne

Orco przeprowadziło trzy emisje prywatne z dużym dyskontem do rynkowej ceny akcji. Łączna wartość pozyskanych środków to 16,2 mln EUR.



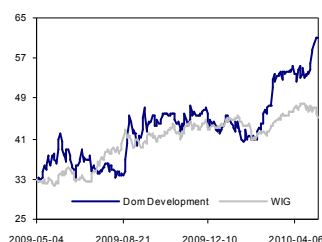
Dom Development (Redukuj)

Cena bieżąca: 60,95 PLN Cena docelowa: 51,6 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-06

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	698,2	704,4	0,9%	481,3	-31,7%	651,4	35,3%	Liczba akcji (mln)	24,6
EBITDA	168,1	113,6	-32,4%	44,9	-60,4%	119,9	166,7%	MC (cena bieżąca)	1 496,9
marża EBITDA	24,1%	16,1%		9,3%		18,4%		EV (cena bieżąca)	1 811,3
EBIT	165,7	111,2	-32,9%	43,0	-61,3%	117,9	174,2%	Free float	24,5%
Zysk netto	136,9	80,2	-41,4%	26,0	-67,6%	83,4	220,3%		
P/E	10,9	18,7		57,5		18,0		Zmiana ceny: 1m	12,7%
P/CE	10,7	18,1		53,5		17,5		Zmiana ceny: 6m	38,5%
P/BV	2,2	2,0		1,9		1,8		Zmiana ceny: 12m	84,7%
EV/EBITDA	10,5	15,7		40,3		13,9		Max (52 tyg.)	61,0
Dyid (%)	3,3	1,3		0,4		1,4		Min (52 tyg.)	33,0



Na tle segmentu, w którym dostrzegamy perspektywę poprawy koniunktury i korzystne wyceny wielu spółek (dyskonto do BV, P/E <10), wycena akcji Dom Development jest nieatrakcyjna. Spółka notowana jest z prawie dwukrotną premią do wartości księgowej, co znaczy, że wycena nie uwzględnia faktu, że wybrane grunty nabyte były zbyt drogo - Oaza we Wrocławiu, Kamienica Raczyńskiego w Warszawie (projekt do sprzedaży) i projekt Górczewska w Warszawie. Problem w tym, że spółka, w przeciwieństwie na przykład do Ganta, nowe inwestycje rozpoczyna na względnie tanich gruntach, nie zaś odwrotnie. Niemniej, Gant wyceniany jest z dużym dyskontem do wartości księgowej (P/BV = 0,71). Wyceny Dom Development nie uzasadnia naszym zdaniem wysoka płynność. Najwyższą płynnością w relacji do kapitalizacji odznacza się NFI Octava (P/BV = 0,86), płynny jest też na przykład LC Corp (P/BV = 0,75). Także premia za dobre historyczne wyniki finansowe nie jest też naszym zdaniem uzasadniona, zważywszy, że część tych wyników została skonsumowana w postaci zakupu zbyt drogich gruntów. Z uwagi na duży, nieuzasadniony wzrost wyceny, obniżamy rekomendację do redukuj.

Zysk na poziomie z zeszłego roku

Wiceprezes przyznał, że zysk netto Dom Development w Q1 2010 powinien być zbliżony do wyniku osiągniętego w Q4 2009. W Q4 2009 zysk netto Dom Development wyniósł 11,5 mln PLN. Wiceprezes Zalewski podtrzymał plan przekazania minimalnie powyżej 800 lokali w 2010 roku.

Plany wypłaty 19,6 mln PLN w formie dywidendy

Dom Development planuje wypłacić 19,6 mln PLN w formie dywidendy (0,8 PLN na akcję, yield = 1,3%).

Plany rozwoju działalności

Dom Development negocjuje zakup dwóch działek po lewej stronie Wisły. Nie wykluczone, że jeszcze w tym roku ruszy budowa II etapu inwestycji Opera przy Ogrodzie Saskim. Prezes poinformował, że nie ma planów sprzedaży kolejnych akcji Dom Development.



GTC (Trzymaj)

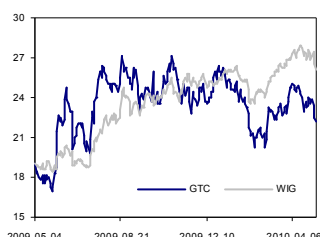
Cena bieżąca: 22,2 PLN

Cena docelowa: 21,8 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-06

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	402,8	676,6	68,0%	881,8	30,3%	754,5	-14,4%	Liczba akcji (mln)	219,4
EBITDA	1 048,5	-488,6		716,4		1 177,9	64,4%	MC (cena bieżąca)	4 870,1
marża EBITDA	260,3%	-72,2%		81,2%		156,1%		EV (cena bieżąca)	9 941,9
EBIT	1 046,9	-490,5		714,4		1 175,9	64,6%	Free float	43,8%
Zysk netto	611,1	-525,6		308,8		648,4	110,0%		
P/E	8,0			15,8		7,5		Zmiana ceny: 1m	-11,2%
P/CE	8,0			15,7		7,5		Zmiana ceny: 6m	-9,2%
P/BV	1,1	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	23,3%
EV/EBITDA	8,0			13,9		9,0		Max (52 tyg.)	27,2
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	17,0



Podtrzymujemy opinię, że dółek wycen nieruchomości przypadł na koniec 2009 roku. Nie oczekujemy znacznych korekt poziomów czynszów w dół w 2010 roku. Spodziewamy się za to spadku stóp kapitalizacji, wraz ze wzrostem ilości transakcji na rynku i spadkiem rentowności obligacji w Polsce i innych krajach regionu. Pozytywny wpływ czynników makro powinien już pozwolić na zauważalne zyski na wycenie nieruchomości na koniec Q2 2010. Jednocześnie, nie oczekujemy, aby spadek yieldów i brak spadku czynszów w istotny sposób mogły przełożyć się na wygenerowanie potencjału wzrostu kursu GTC. Tendencje makro są już uwzględnione w wycenie akcji dewelopera. Aktywa spółki są bardzo duże, w efekcie, nawet sprzedaż wybranych nieruchomości w celu zwiększenia skali działalności deweloperskiej również nie generuje istotnego potencjału wzrostowego. Program inwestycyjny GTC do roku 2012 włącznie jest naszym zdaniem właściwie odzwierciedlony w cenie akcji. Ze względu na spadek wyceny oraz relatywnie defensywny charakter firmy, podwyższamy naszą rekomendację do trzymaj.

Przeszacowania dopiero w połowie roku?

Mariusz Kozłowski, członek zarządu GTC, poinformował, że aktywa GTC zostaną wycenione dopiero po półroczu. GTC w ciągu roku przeprowadza 4 wyceny – dwie poparte są wycenami zewnętrznych konsultantów (wycena pod koniec roku i w środku roku), dwie zaś bazują na przeważnie ograniczonych korektach wycen dokonanych przez zarząd (po Q1 i Q3). W Q1 2010 nie zakładamy wycen gotowych nieruchomości, przyjmujemy jednak wyceny obiektów w budowie.

Pozytywne zakończenie due diligence

Polnord i GTC z powodzeniem zakończyły proces due diligence poprzedzający powołanie spółki celowej, która zbuduje centrum handlowe na Wilanowie. Wkrótce można spodziewać się podpisania umowy finalnej.



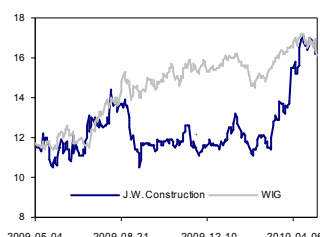
J.W. Construction (Trzymaj)

Cena bieżąca: 16,18 PLN Cena docelowa: 15,1 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-13

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	721,4	713,3	-1,1%	709,2	-0,6%	758,9	7,0%	Liczba akcji (mln)	54,1
EBITDA	158,5	152,9	-3,5%	164,9	7,9%	141,9	-14,0%	MC (cena bieżąca)	874,9
marża EBITDA	22,0%	21,4%		23,3%		18,7%		EV (cena bieżąca)	1 385,7
EBIT	141,1	138,9	-1,6%	144,6	4,2%	121,6	-15,9%	Free float	33,1%
Zysk netto	100,9	100,4	-0,5%	113,9	13,5%	101,7	-10,7%		
P/E	8,7	8,7		7,7		8,6		Zmiana ceny: 1m	4,1%
P/CE	7,4	7,6		6,5		7,2		Zmiana ceny: 6m	37,1%
P/BV	2,7	2,1		1,6		1,3		Zmiana ceny: 12m	40,7%
EV/EBITDA	9,5	9,5		8,4		11,2		Max (52 tyg.)	17,1
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	10,5



J.W. Construction nie jest naszym zdaniem najbardziej atrakcyjnym podmiotem na tle segmentu deweloperów mieszkaniowych. Największym atutem dewelopera pozostają bardzo niskie wskaźniki wyceny ($P/E\ 2010 = 6,0$), wynika to jednak z bardzo wielu mieszkań pozostałych do oddania i rozpoznania w wynikach (ponad 4000 lokali). Nie wolno zapominać, że ceną bardzo wysokich wyników w 2010 roku jest wysoki bieżący dług. Zjawisko to w pełni obrazuje model DCF. Nasze prognozy również zakładają atrakcyjne wyniki finansowe ($P/E\ 2010+ < 10$), warto jednak zwrócić uwagę, że prognozy zakładają również duży lewar (LTV projektów toku w latach 2010-2011 zbliżone do 60%). Duży lewar działalności wynika z dobrze przygotowanych projektów, ale ograniczonych środków na inwestycje. Prognozy wyników dla pozostałych deweloperów nie wymagają tak wysokiego LTV, tzn. pozostawiają potencjał wzrostowy (możliwość nabycia gruntów i rozpoczęcie nowych projektów). Plan emisji obligacji zamiennych na akcje postrzegamy raczej sceptycznie. O ile pomysł zakupu gruntów wydaje nam się sensowny, o tyle plan akwizycji spółki drogowej nie pasuje raczej do strategii spółki i obarczony jest wieloma ryzykami. Wątpliwości nasze budzi także zapowiedź wcześniejszego wykupu obligacji zamiennych. Uważamy, że nabywca obligacji może uwzględnić tą zapowiedź w postaci wyższych oczekiwanych marż do WIBOR. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

J.W. planuje emisję obligacji zamiennych na akcje do 120 mln PLN

W projektach uchwał NWZA znalazł się plan emisji obligacji zamiennych na akcje, bez prawa poboru. Liczba wyemitowanych obligacji nie przekroczy 120 tys., zaś łączna wartość nominalna obligacji 120 mln PLN. Obligacje będą zapadały / podlegały wykupowi w terminie do 5 lat. Szef rady nadzorczej informuje, że na razie prowadzone są rozmowy w sprawie emisji obligacji. Przewodniczący rady nadzorczej J.W. Construction informuje, że spółka będzie chciała wykupić obligacje zamienne po 1-1,5 roku po ich emisji, aby nie dopuścić do ich konwersji. Pozyskane środki mają zostać przeznaczone na finansowanie nowych projektów mieszkaniowych i komercyjnych lub akwizycję spółek budowlanych. W wywiadzie prasowym p. Wojciechowski wskazuje na zakupy nowych nieruchomości o charakterze komercyjnym. Spółka myśli też o przejęciu spółki drogowej. Spółka jest w trakcie zakupu gruntów. Do tej pory podpisana została umowa zakupu działki w Katowicach (13,5 mln PLN) oraz wstępna umowa we Wrocławiu. Spółka kupiła również grunt w Gdyni, a w najbliższym czasie wystartuje w przetargu na kolejny. Spółka chce też zaistnieć w Krakowie i Poznaniu.

Oferta najmu lokali

J.W. Construction wprowadza do oferty możliwość wynajęcia wybranych mieszkań w nowych inwestycjach, z opcją późniejszego odkupu. Czynsz wynajmu mieszkań będzie wyższy, niż średni na rynku dla podobnych lokali.

J.W. wystawia na sprzedaż 2 hotele

J.W. Construction wystawiło na sprzedaż 2 hotele: w Tarnowie Podgórnym i Strykowie. Szef rady nadzorczej, p. Wojciechowski, twierdzi, że spółka nie zmieniła planów rozwoju działalności hotelowej. W najbliższym czasie spółka planuje budowę hoteli wraz z partnerem portugalskim w zaplanowanych obiektach komercyjnych. Plany zbycia 2 hoteli są związane z reorganizacją sieci.



Polnord (Kupuj)

Cena bieżąca: 39,3 PLN

Cena docelowa: 52,6 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-13

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	391,1	221,3	-43,4%	414,2	87,2%	311,0	-24,9%	Liczba akcji (mln)	22,1
EBITDA	108,7	106,9	-1,6%	64,4	-39,8%	104,2	61,7%	MC (cena bieżąca)	869,0
marża EBITDA	27,8%	48,3%		15,6%		33,5%		EV (cena bieżąca)	1 296,6
EBIT	106,7	104,9	-1,7%	62,5	-40,4%	102,3	63,6%	Free float	36,2%
Zysk netto	77,8	63,6	-18,2%	35,9	-43,5%	69,5	93,3%		
P/E	9,1	13,7		24,2		12,5		Zmiana ceny: 1m	4,5%
P/CE	8,9	13,2		23,0		12,2		Zmiana ceny: 6m	13,4%
P/BV	0,8	0,8		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	26,8%
EV/EBITDA	11,9	14,3		20,1		14,5		Max (52 tyg.)	49,5
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	29,8



Podtrzymujemy opinię, że na tle branży deweloperskiej Polnord pozostaje w szerokiej grupie niedocenionych spółek działających w segmencie mieszkaniowym. Głównym czynnikiem dyskonta w porównaniu do innych firm z branży jest naszym zdaniem obawa o politykę akcjonariusza. Obawa ta nie jest naszym zdaniem uzasadniona, zważywszy m.in. na ograniczenia związane z emisją obligacji zamiennych na akcje. Umowa emisji obligacji wymaga zgody nabywców papierów na transakcje z podmiotami powiązanymi, lub w przeciwnym wypadku, wykupu obligacji na żądanie. Bardzo możliwe, że transakcja nabycia walorów DSS nie wpłynie negatywnie na wyniki spółki (niemniej, nasza ocena transakcji nie jest pozytywna). Nie przewidujemy kolejnych tego typu transakcji. Dyskonto ze względu na możliwość konwersji obligacji na akcje również nie jest naszym zdaniem uzasadnione. W naszym modelu konserwatywnie uwzględniamy pełną konwersję obligacji po 40 PLN, w 2012 roku. Aktywa Polnordu są naszym zdaniem atrakcyjne. Spółka zabezpieczyła środki na nowe inwestycje, jest też w trakcie negocjacji porozumienia z GTC w sprawie budowy CH na Wilanowie (najlepsze aktywo Polnordu). Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Pozytywne zakończenie due dilligence

Polnord i GTC z powodzeniem zakończyły proces due dilligence poprzedzający powołanie spółki celowej, która zbuduje centrum handlowe na Wilanowie. Wkrótce można spodziewać się podpisania umowy finalnej.

Polnord przepłacił za akcje DSS?

W październiku 2009 roku Polnord kupił 264,3 tys. akcji Dolnośląskich Surowców Skalnych płacąc za nie 10 mln PLN (37,83 za walor). Obecnie spółka planuje pozyskać z GPW 50-60 mln PLN. Liczba akcji ma wynieść 2,4 mln, co sugeruje, że cena za walor wyniesie 20,8-25 PLN. Prezes Polnordu przyznaje, że zakup pakietu akcji spółki to inwestycja w przyszłość, szansa na zdobycie przyczółka na rynku wykonawstwa i szansa na rozwój spółki Polnord Inżynieria. Polnord zobowiązał się nie sprzedawać akcji DSS do 31 lipca. W najbliższym czasie Polnord nie planuje sprzedawać akcji DSS. Transakcja nie powinna mieć negatywnego wpływu na wyniki finansowe Polnordu.

Handel



Emperia Holding (Trzymaj)

Cena bieżąca: 78,5 PLN

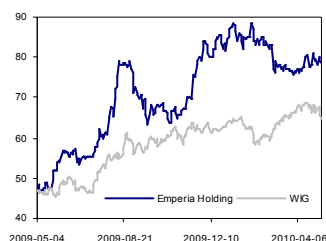
Cena docelowa: 81,6 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-09

Podstawowe dane (mIn PLN)

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana		
Przychody	5 257,1	5 543,7	5,5%	6 051,6	9,2%	6 462,5	6,8%	Liczba akcji (mln)	15,1
EBITDA	148,9	174,2	17,0%	187,2	7,4%	213,2	13,9%	MC (cena bieżąca)	1 186,5
marża EBITDA	2,8%	3,1%		3,1%		3,3%		EV (cena bieżąca)	1 547,2
EBIT	96,0	110,7	15,3%	112,5	1,7%	124,4	10,6%	Free float	76,4%
Zysk netto	59,0	68,2	15,7%	77,1	13,0%	85,6	11,0%		
P/E	20,1	17,4		15,4		13,9		Zmiana ceny: 1m	1,9%
P/CE	10,6	9,0		7,8		6,8		Zmiana ceny: 6m	17,1%
P/BV	1,6	1,5		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m	67,0%
EV/EBITDA	9,7	8,7		8,3		7,3		Max (52 tyg.)	88,8
Dywid (%)	1,1	0,8		0,9		1,0		Min (52 tyg.)	46,7



Śnieżna zima nie sprzyjała dynamice sprzedaży w kanale cash&carry i choć częściowo udało się te straty zapewne odrobić w marcu to w naszej opinii wyniki za 1Q'2010 nie przyniosą przełomu w postrzeganiu Emperii i nie będą skłaniały do rewizji prognoz czy wyceny. Utrzymujemy neutralną rekomendację.

Duży kontrakt z Orlenem

Spółka zależna Emperii została wybrana przez Orlen na dostawcę towarów do sklepów na stacjach koncernu. Kontrakt wejdzie w życie od 1 czerwca bieżącego roku, a szacowane roczne przychody z tej umowy to około 220 mln PLN.



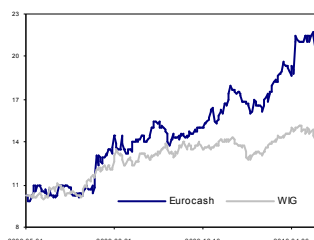
Eurocash (Redukuj)

Cena bieżąca: 20,61 PLN Cena docelowa: 18,6 PLN

Analitik: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-06

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	6 129,7	6 698,3	9,3%	7 395,4	10,4%	8 072,8	9,2%	Liczba akcji (mln)	134,8
EBITDA	158,5	194,5	22,8%	220,1	13,2%	259,2	17,8%	MC (cena bieżąca)	2 778,6
marża EBITDA	2,6%	2,9%		3,0%		3,2%		EV (cena bieżąca)	2 534,4
EBIT	115,5	145,2	25,7%	173,7	19,7%	209,8	20,7%	Free float	32,7%
Zysk netto	78,4	102,5	30,8%	125,5	22,5%	154,1	22,8%		
P/E	34,4	27,1		22,1		18,0		Zmiana ceny: 1m	10,8%
P/CE	22,2	18,3		16,2		13,6		Zmiana ceny: 6m	43,9%
P/BV	9,5	7,6		6,3		5,2		Zmiana ceny: 12m	109,9%
EV/EBITDA	16,5	13,5		11,5		9,4		Max (52 tyg.)	21,8
Dyid (%)	1,4	1,4		2,0		2,3		Min (52 tyg.)	9,8



Notowania akcji Eurocash po ogłoszeniu przedwstępnego nabycia części hurtowej CEDC zareagowały znacznymi wzrostami przekraczającymi 14%. Rynek dyskontował więc, że ta transakcja warta 400 mln PLN generuje dodatkową wartość dla akcjonariuszy przekraczającą 360 mln PLN, co wydaje się w naszej opinii założeniem mocno optymistycznym. Z kolei informacja o stracie wygenerowanej w pierwszych dwóch miesiącach roku została przez inwestorów zignorowana. Przy obecnej cenie akcji Eurocash obniżamy naszą rekomendację do redukuj.

Umowa przedwstępna nabycia spółek hurtowych CEDC

Eurocash zawarł przedwstępną umowę nabycia 100% akcji w 14 spółkach dystrybucyjnych alkoholi mocnych należących do CEDC za kwotę 400 mln PLN. Spółka zamierza zrealizować tę akwizycję ze środków własnych i instrumentów dłużnych. Transakcja może być zrealizowana jeszcze w 3Q'2010. Łączne przychody pro-forma kupowanych hurtowni to około 2,18 mld PLN i są realizowane poprzez sieć 80 magazynów i centrów dystrybucyjnych. Całkowite przychody Grupy CEDC w Polsce w 2009 roku wyniosły około 2,9 mld PLN, a zysk operacyjny sięgnął 336 mln PLN. Zapewne na samej działalności hurtowej marża jest nieco niższa niż te 12%. Według wstępnych informacji płacona cena implikuje wskaźnik EV/EBITDA na poziomie około 7,0.

Starta po pierwszych dwóch miesiącach roku

Spółka poinformowała, że po dwóch miesiącach 2010 roku ma 3,1 mln PLN straty. Przychody w tym okresie sięgnęły 587 mln PLN. Strata operacyjna sięgnęła 2,6 mln PLN.



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

Departament Analiz:

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

Analitycy:

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Maklerzy:

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

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

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

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

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

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

„Prywatny Makler”

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

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

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

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

AB

rekomendacja	Kupuj	Trzymaj
data wydania	2009-08-06	2010-03-18
kurs z dnia rekomendacji	11,55	17,50
WIG w dniu rekomendacji	34676,38	41960,86

Centrum Klima

rekomendacja	Kupuj	Akumuluj
data wydania	2009-11-06	2010-04-07
kurs z dnia rekomendacji	11,50	13,14
WIG w dniu rekomendacji	43562,01	43562,01

Dom Development

rekomendacja	Zawieszona	Akumuluj	Akumuluj	Kupuj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2009-09-04	2009-09-28	2009-11-05	2010-02-03	2010-03-05	2010-04-13
kurs z dnia rekomendacji	42,70	44,59	44,00	41,40	51,00	55,65
WIG w dniu rekomendacji	36009,43	38214,58	38148,50	39904,02	39885,37	43554,22

Eurocash

rekomendacja	Trzymaj
data wydania	2010-03-09
kurs z dnia rekomendacji	17,60
WIG w dniu rekomendacji	40614,58

Getin

rekomendacja	Trzymaj	Kupuj	Akumuluj	Kupuj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2009-10-05	2009-11-04	2009-12-02	2010-01-19	2010-03-05	2010-03-10
kurs z dnia rekomendacji	9,00	7,82	8,25	8,80	9,65	9,69
WIG w dniu rekomendacji	37045,62	37391,24	39905,57	41256,40	39885,37	40585,00

c.d. Getin

rekomendacja	Redukuj
data wydania	2010-04-07
kurs z dnia rekomendacji	11,37
WIG w dniu rekomendacji	43562,01

GTC

rekomendacja	Akumuluj	Trzymaj	Redukuj
data wydania	2010-02-12	2010-03-05	2010-04-07
kurs z dnia rekomendacji	20,30	23,00	24,95
WIG w dniu rekomendacji	37322,52	39885,37	43562,01

LW Bogdanka

rekomendacja	Trzymaj	Kupuj	Trzymaj
data wydania	2009-09-03	2009-12-15	2010-02-03
kurs z dnia rekomendacji	67,50	70,00	77,00
WIG w dniu rekomendacji	35784,36	39769,97	39904,02

Mostostal Warszawa

rekomendacja	Akumuluj	Akumuluj	Kupuj	Akumuluj	Kupuj	Akumuluj
data wydania	2009-08-14	2009-09-09	2009-11-04	2009-11-17	2009-12-02	2010-03-12
kurs z dnia rekomendacji	69,65	77,05	66,00	70,00	68,00	69,00
WIG w dniu rekomendacji	35998,12	37261,23	37391,24	40785,58	39905,57	41004,33

c.d. Mostostal Warszawa

rekomendacja	Trzymaj
data wydania	2010-04-07
kurs z dnia rekomendacji	77,00
WIG w dniu rekomendacji	43562,01

Polimex Mostostal

rekomendacja	Kupuj	Akumuluj	Kupuj	Kupuj	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2009-08-14	2009-09-04	2009-11-04	2009-11-27	2010-01-06	2010-02-03
kurs z dnia rekomendacji	3,68	4,11	3,66	3,70	4,00	4,40
WIG w dniu rekomendacji	35998,12	36009,43	37391,24	39275,95	41052,00	39904,02

c.d. Polimex Mostostal

rekomendacja	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2010-03-12	2010-04-07
kurs z dnia rekomendacji	4,65	5,24
WIG w dniu rekomendacji	41004,33	43562,01

Trakcja Polska

rekomendacja	Kupuj	Akumuluj	Trzymaj	Redukuj
data wydania	2009-08-14	2009-11-18	2010-01-06	2010-03-30
kurs z dnia rekomendacji	3,90	3,88	4,10	4,58
WIG w dniu rekomendacji	35998,12	40723,06	41052,00	42346,66

Unibep

rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj	Redukuj	Trzymaj	Kupuj	Akumuluj
data wydania	2009-08-14	2009-09-04	2009-10-05	2009-11-04	2010-01-06	2010-02-03
kurs z dnia rekomendacji	5,90	5,75	7,35	6,67	5,58	6,17
WIG w dniu rekomendacji	35998,12	36009,43	37045,62	37391,24	41052,00	39904,02

c.d. Unibep

rekomendacja	Akumuluj	Redukuj
data wydania	2010-02-22	2010-04-07
kurs z dnia rekomendacji	6,55	9,00
WIG w dniu rekomendacji	38650,00	43562,01

WSiP

rekomendacja	Kupuj	Trzymaj
data wydania	2009-08-04	2009-09-03
kurs z dnia rekomendacji	15,40	16,61
WIG w dniu rekomendacji	35685,61	35784,36

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**EV** - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)**EBIT** - Zysk operacyjny**EBITDA** - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją**BOOK VALUE** - wartość księgowa**WNDB** - wynik na działalności bankowej**P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją**MC/S** - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży**EBIT/EV** - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej**P/E** - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję**ROE** - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych**P/BV** - (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję**Dług netto** - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent**Marża EBITDA** - EBITDA / Przychody ze sprzedaży**Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.**

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Niniejszy Przegląd Miesięczny zawiera tylko i wyłącznie informacje uprzednio już opublikowane przez DI BRE Banku S.A. i stanowi jedynie ich zbiorcze i niezmienione udostępnienie. Informacje, w tym rekomendacje, o których mowa w Przeglądzie Miesięcznym zostały zamieszczone w oddzielnych raportach, których daty wydania znajdują się na stronie 9 Przeglądu Miesięcznego. Zestawienie zmian rekomendacji, dokonanych w Przeglądzie Miesięcznym, znajduje się na stronie 10 niniejszego opracowania. W związku z powyższym - w ocenie DI BRE Banku S.A. - Przegląd Miesięczny nie jest rekomendacją w rozumieniu Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów.

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

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

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