

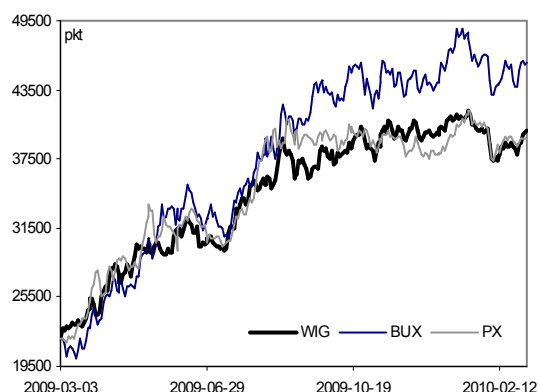
5 marca 2010

Opracowanie cykliczne


Rynek akcji
Makroekonomia

WIG	39 885
Średnie P/E 2010	13,4
Średnie P/E 2011	11,6
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	1 327 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

Marzec 2010

Rynek akcji

To jednak nie koniec wysokiej zmienności rynku a inwestorzy nadal będą targani: z jednej strony nadziejami na szybsze niż dotychczas wychodzenie światowej gospodarki z kryzysu, a z drugiej rosnącymi problemami deficytów budżetowych czy nadal słabej konsumpcji prywatnej. Podtrzymujemy opinię, że w najbliższych miesiącach WIG20 będzie testował poziom 2 100 punktów.

Ze spółek

Banki. Łączny wynik banków, które już podały wyniki o 13% przekroczył naszą prognozę (Główna w tym zasługa BZ WBK i Millennium). BZ WBK, osiągnął najwyższe ROE spośród banków giełdowych (16%). Solidne wyniki Pekao i wysoki współczynnik wypłacalności przemawia za wysoką dywidendą (oczekujemy rekomendacji zarządu w marcu). Wzrost wyceny Getinu w ostatnim czasie zlikwidował dyskonta wobec innych graczy.

Paliwa. Nadal widzimy pole do pozytywnych zaskoczeń na wynikach w PGNiG, tym bardziej że konsensus prognoz na 2010 rok wydaje się bardzo konserwatywny. Podtrzymujemy również rekomendację przeważania akcji Orlenu nad Lotosem, gdyż płocki koncern stanowi lepszą ekspozycję na poprawiające się makro rafinerijne.

Energetyka. Finalizacja transakcji sprzedaży pakietu ENEC i deklaracje o cenie sprzedaży akcji PGE przez MSP poprawiły nieco sentyment wokół polskich spółek energetycznych i spodziewamy się utrzymania tych pozytywnych tendencji. Nadal nie obserwujemy sygnałów zmiany trendu na cenach energii w Europie, co nie będzie sprzyjać akcjom CEZ.

Telekomunikacja. TPSA potwierdziła politykę dywidendową na poziomie 1,5 PLN na akcję. 10% DY ogranicza potencjał spadkowy, dlatego powinna zachowywać się lepiej niż szeroki rynek.

Media. Wzrosty kursów Agory i TVN zdyskontowały zgodnie z naszymi oczekiwaniami poprawę sytuacji na rynku reklamowym. Mimo zamknięcia po wynikach pozytywnych rekomendacji nadal rekomendujemy przeważanie tych spółek na tle indeksu. Zalecamy trzymanie Cyfrowego Polsatu i WSiP.

IT. Podtrzymujemy pozytywne rekomendacje dla Asseco Poland i Sygnty. W przypadku Comarchu bieżąca wycena wydaje nam się w pełni dyskontować scenariusz poprawy wyników — zalecamy redukcję akcji spółki. Wśród dystrybutorów IT potencjał wzrostowy widzimy w AB i Actionie.

Przemysł. Sceptycznie oceniamy inwestycje w akcje producentów maszyn i urządzeń dla górnictwa. Podtrzymujemy negatywną rekomendację dla Astarty.

Budownictwo i deweloperzy. Najatrakcyjniejszymi inwestycjami w sektorze pozostają Mostostal Warszawa, Unibep i Budimex. Najgorszą inwestycją są naszym zdaniem akcje PBG. Preferujemy deweloperów mieszkaniowych notowanych z dyskontem do wartości aktywów (J.W. Construction, Polnord). Neutralnie oceniamy deweloperów komercyjnych i Dom Development.

Rekomendacje. W raporcie miesięcznym podwyższamy rekomendację dla spółek: PGNiG (Kupuj) oraz obniżamy zalecenie inwestycyjne dla spółek: Action (Akumuluj), Dom Development (Trzymaj), Enea (Akumuluj), Getin (Trzymaj), GTC (Trzymaj).

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	17
5.2. Getin	19
5.3. Handlowy	21
5.4. ING BSK	22
5.5. Kredyt Bank	23
5.6. Millennium	25
5.7. Pekao	26
5.8. PKO BP	27
6. Paliwa, chemia.....	29
6.1. Ciech	30
6.2. Lotos	31
6.3. PGNiG	33
6.4. PKN Orlen	35
6.5. Police	37
6.6. ZA Puławy	39
7. Energetyka.....	41
7.1. CEZ.....	41
7.2. Enea.....	43
7.3. PGE	44
8. Telekomunikacja	46
8.1. Netia	47
8.2. TP SA	48
9. Media	49
9.1. Agora	50
9.2. Cyfrowy Polsat.....	52
9.3. TVN	54
9.4. WSiP	56
10. IT	57
10.1. AB.....	57
10.2. Action.....	58
10.3. Asbis	59
10.4. Asseco Poland	60
10.5. Comarch	62
10.6. Komputronik.....	64
10.7. Sygnity.....	66
11. Górnictwo i metale	68
11.1. KGHM	68
11.2. LW Bogdanka	70
12. Przemysł.....	71
12.1. Astarta	71
12.2. Famur	73
12.3. Kęty	75
12.4. Kopex	76
12.5. Mondi	78
13. Budownictwo	79
13.1. Budimex	82
13.2. Centrum Klima	84
13.3. Elektrobudowa	85
13.4. Erbud	86
13.5. Mostostal Warszawa	87
13.6. PBG	89
13.7. Polimex Mostostal	90
13.8. Rafako	92
13.9. Trakcja Polska	92
13.10. Ulma Construcccion Polska	93
13.11. Unibep	94
14. Deweloperzy	95
14.1. Dom Development	98
14.2. GTC	99
14.3. J.W. Construction.....	101
14.4. Polnord	102
15. Handel	103
15.1. Emperia Holding	103
15.2. Eurocash	104

Rynek akcji

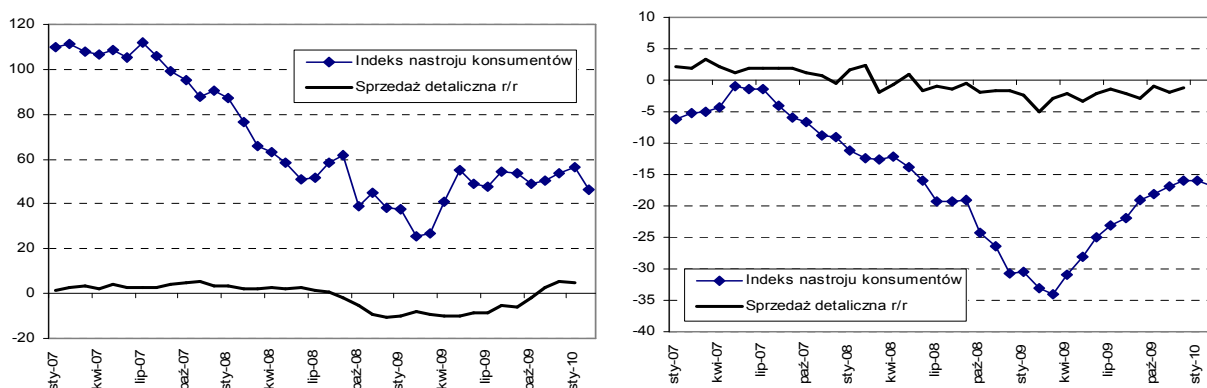
W lutym WIG20, podobnie jak większość europejskich indeksów odnotował niewielki spadek w ujęciu m/m, w trakcie miesiąca osiągając jednak minimum na poziomie 2 166 pkt. (-13,5% od styczniowego szczytu). Zaskakująca siła rynku amerykańskiego, który zakumulował szereg słabych danych makroekonomicznych pomogła innym światowym giełdom na odreagowanie spadków. Naszym zdaniem to jednak nie koniec wysokiej zmienności rynku, a inwestorzy nadal będą targani: z jednej strony nadziejami na szybsze niż dotychczas wychodzenie światowej gospodarki z kryzysu, a z drugiej rosnącymi problemami deficytów budżetowych czy nadal słabej konsumpcji prywatnej. Jak wskazuje część makroekonomiczistów kryzys finansowy przekształca się w kryzys fiskalny, czego pierwszą ale prawdopodobnie nie jedyną ofiarą jest Grecja i co będzie miało negatywne przełożenie na dynamikę wzrostu gospodarczego w okresie 2011-12.

Jeżeli kraje Europy Południowej (Grecja, Włochy, Hiszpania, Portugalia) miałyby ograniczyć swoje deficyty do 3-4% PKB to z gospodarki znika ok. 100 mld EUR popytu, który w dużej mierze przełoży się na spadek konsumpcji importowej w tych krajach, a w efekcie uderzy największego europejskiego eksportera – Niemcy. Bez ożywienia konsumpcji prywatnej zadłużone kraje nie będą w stanie dalej finansować kolejnych pakietów stymulacyjnych – pętla się zamyka. W USA będzie powracała kwestia reformy systemu bankowego, która ma ograniczyć zdolności inwestycyjne największych instytucji. W takim otoczeniu uważamy, że rynki akcji – przynajmniej w pierwszym półroczu - nie będą w stanie osiągnąć dodatniej stopy zwrotu YTD. Podtrzymujemy opinię, że w najbliższych miesiącach WIG20 będzie testował poziom 2 100 punktów.

W strategii na 2010 rok zakładaliśmy dwa - negatywne dla rynku akcji w 1H - scenariusze opierające się o USA: w pierwszym szybsze podwyżki stóp procentowych niż oczekuje rynek a w efekcie ograniczenie nadpłynności i skłonności do lewarowanych inwestycji na EM, w drugim słabsze niż oczekuje rynek ożywienie gospodarcze, co w efekcie oznaczałoby konieczność rewizji prognoz wzrostu gospodarczego i wyników spółek. Po dwóch pierwszych miesiącach roku bardziej prawdopodobnym scenariuszem jest opcja druga. Dane makroekonomiczne z gospodarki amerykańskiej nadal nie pozwalają naszym zdaniem na formułowanie optymistycznych perspektyw na przyszły rok (konsensus zakłada 3% wzrost PKB). Taką ocenę, zdaje się potwierdzać szef FED. W ostatnim wystąpieniu Bernanke podkreślił, że Fed będzie stopniowo odchodził od prowadzenia polityki nakierowanej przede wszystkim na zwalczanie kryzysu, podtrzyma jednak politykę utrzymania rekordowo niskich stóp procentowych przez wydłużony czas.

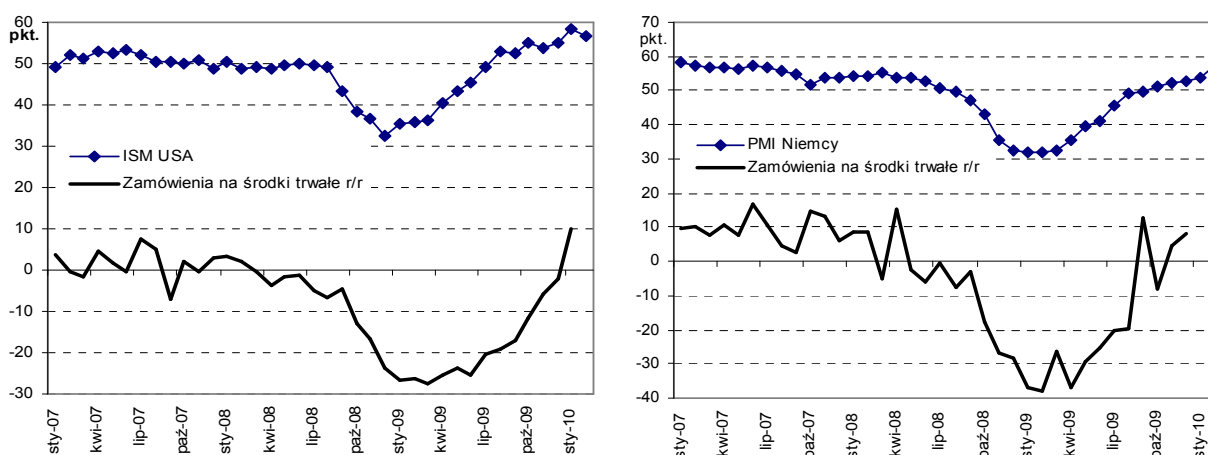
Obok wyraźnego ożywienia w przemyśle i pierwszych symptomów poprawy sytuacji w usługach (PMI) nadal słabe dane płyną z rynku nieruchomości (sprzedaż domów, nadal duża podaż, nadal spadające ceny r/r), rynku pracy (nowi bezrobotni), a przede wszystkim wciąż rozczarowują dane opisujące zaufanie konsumentów (conference board). Lepsze wskazania dotyczące PKB za 4Q to w dużej mierze efekt rosnącego udziału w gospodarce sektora publicznego (pakiety stymulacyjne), który staje się motorem wzrostu gospodarczego. W dłuższej perspektywie (2011-12) utrzymanie koniunktury bez wzrostu prywatnej konsumpcji będzie

Wskaźniki wyprzedzające na tle sprzedaży detalicznej w USA i Niemczech



Źródło: Bloomberg

Wskaźniki wyprzedzające na tle zamówień na środki trwałe w USA i Niemczech



Źródło: Bloomberg

bardzo trudne. Podczas gdy wskaźniki wyprzedzające dla przemysłu, zarówno w USA jak i w UE osiągnęły lub przekroczyły poziomy sprzed kryzysu, to indeksy opisujące nastroje konsumentów są nadal istotnie poniżej tych poziomów, a w ostatnich miesiącach przestały wzrastać sugerując słabsze dane o sprzedaży detalicznej w przyszłości. Zwracamy również uwagę, że dynamiki wzrostu r/r w przemyśle (ok. +10%) za grudzień/styczeń odnoszą się do bazy porównawczej, która rok temu notowała ponad 20% spadki. Gospodarce daleko do powrotu do poziomów produkcji sprzed kryzysu, co nie zmienia faktu, że momentum w tym obszarze jest i nadal będzie pozytywne.

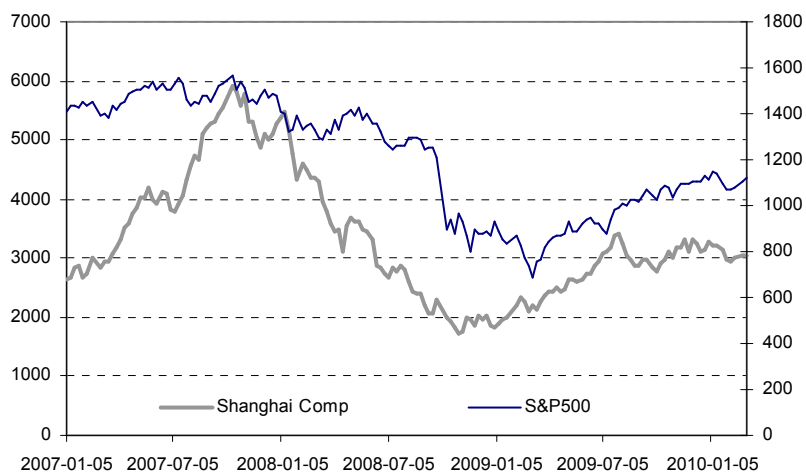
Jeszcze gorzej prezentuje się sytuacja w UE, gdzie wszystko wskazuje na to, że bogate i konsekwentnie reformujące gospodarkę w trakcie kryzysu finansowego Niemcy będą musiały ratować żyjącą ponad stan Grecję. Jak wskazują statystyki UE w ciągu minionych 15 lat Niemcy dopłacili do budżetu Grecji ok. 20 tys. EUR w przeliczeniu na statystycznego Greka. Jak zwracaliśmy uwagę w strategii z początku roku problem w tym, że Grecja to nie jedyny kraj, który w br. może wymagać wsparcia (Hiszpania, Portugalia, Włochy). Wymienione kraje są znaczącym konsumentem eksportowej gospodarki Niemiec. Wymagane ograniczenie deficytu budżetowego w wymienionych krajach do 3% oznaczałoby zmniejszenie wydatków o 120 mld EUR, co z kolei poprzez zmniejszone zakupy dóbr importowych uderzyłoby w gospodarkę Niemiec wywołując tam głębszą recesję niż ta w okresie 2007-2008. Taki scenariusz jest oczywiście niekorzystny również dla Polski. Ostatecznie wydaje się, że Niemcy są postawione pod ścianą i same będą musiały zwiększyć własny deficyt po to, żeby dopasowanie wydatków w krajach południowych było mniejsze. Większość prognoz zakładających wychodzenie budżetów z nadmiernych deficytów opera się o zakładany wzrost gospodarczy, którego tempo jak na razie rozczarowuje. Zwracamy uwagę, że w przypadku EU czy samych Niemiec sprzedaż detaliczna nadal notuje ujemne dynamiki r/r.

Negatywny wpływ na konsumpcję prywatną ma poziom zakredytowania gospodarstw domowych i konieczność spłat rat kredytowanych, szczęśliwie przy nadal niskich stopach procentowych, ale jednocześnie niepewności na rynku pracy. Stopa oszczędności w USA, chociaż w ostatnich miesiącach nieco obniżyła się, nadal oscyluje na poziomie 4%. Jak wynika z danych zarówno dla rynku amerykańskiego jak i krajów europejskich akcja kredytowa banków nadal jest słaba, co jest efektem oczekiwanego już wcześniej delewarowania bilansów banków. Zwracamy uwagę, że ponownie zaczęły wzrastać premie kredytowe i premie CDS'ów (Credit Default Swap).

Obok nadal niepewnej sytuacji gospodarczej negatywnie na rynek akcji, szczególnie w USA może wpływać powracająca co jakiś czas sprawa wielkich amerykańskich banków. Z raportu Instytutu Roosevelta, kierowanego przez J. Stiglitzą płyną niepokojące wnioski: sektorowi finansowemu grozi większy kryzys niż ten z przełomu 2008/2009, przy braku zapowiadanej reformy systemu bankowego banki wciąż dokonują nadmiernie ryzykownych operacji chcąc maksymalizować bieżące zyski. Wg autorów raportu banki powinny utrzymywać co najmniej 15-25% bilansu w płynnych aktywach, należy zaostrzyć regulację rynku derywatów a także uporządkować standardy przyznawanych ratingów przez wyspecjalizowane agencje. Projekt ustawy regulującej system bankowy w USA przygotowany przez administrację Obamy znajduje się w Senacie, gdzie jednak Republikanie mogą blokować ustawy. Nie zmienia to faktu, że problem istnieje i kolejne pomysły na jego rozwiązanie będą negatywnie wpływały na rynek akcji.

Przed rokiem dobrym indykatorem tego co będzie działo się na rynku akcji w Polsce i krajach rozwiniętych było zachowanie się giełdy Chińskiej. Podczas gdy S&P500 i indeksy europejskie notowały dno w marcu 2009 to Shanghai Comp. osiągnął najniższy poziom we wrześniu 2008 roku a więc pół roku wcześniej. Maksima jakie osiągnęły indeksy rynków rozwiniętych w styczniu, nie zostały „potwierdzone” przez giełdę Chińską, która jak na razie maksimum obecnej fali wzrostowej zanotowała w sierpniu 2009 (pół roku wcześniej). Chiny mają być głównym motorem światowej gospodarki w najbliższych latach, czy jednak nie dyskontują już osłabienia koniunktury?

Shanghai Comp. na tle S&P500



Źródło: Bloomberg

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

Makroekonomia

3,1% wzrostu PKB w IV kw. 2009

Po publikacji danych o PKB za cały 2009 roku (koniec stycznia) wiadomo było, że w IV kw. 2009 roku nastąpiło istotne przyspieszenie wzrostu PKB. Podane szczegółowe dane za IV kw. te wcześniejsze szacunki potwierdzają. W IV kw. 2009 roku PKB wzrósł o 3,1% r/r (istotny okazał się również wzrost po wyłączeniu czynników sezonowych, 1,2% kw/kw wobec 0,6% zanotowanych w III kw.). Przechodząc do rozbięcia (strona popytowa), w IV kw. byliśmy świadkami stabilizacji dynamik konsumpcji na poziomie 2% r/r (2,2% w III kw.). Wrażenie robi jednak dynamika inwestycji. W IV kw. inwestycje wzrosły (!) o 1,6% wobec spadku o 1,5% zanotowanego w III kw. (prawdopodobnie dynamikę inwestycji istotnie zwiększyły projekty infrastrukturalne). W IV kw. utrzymała się wysoka kontrybucja eksportu netto do PKB na poziomie 2,2 pkt proc. Poprawiła się również kontrybucja zmian zapasów z -2,6 do -0,2 pkt proc., co oznacza, że mieliśmy w tym okresie do czynienia z istotnym przyspieszeniem procesu odbudowy zapasów w ujęciu statystycznym (w ujęciu nominalnym redukcja zapasów była ujemna na poziomie II kwartału, a więc sam proces ma dużą szansę na znaczne przyspieszenie w kolejnych kwartałach). Po stronie podaży, w IV kw. obserwowaliśmy przyspieszenie wzrostu wartości dodanej w przemyśle z -0,2% do 5,6% r/r. Ustabilizowały się natomiast dynamiki usług rynkowych (na poziomie 2,2%), spadła dynamika w budownictwie (z 7,2 do 3,4% r/r). Tendencje obserwowane w IV kwartale w zasadzie zostaną/zostały utrzymane. Dynamikę PKB w I kw. szacujemy na poziomie zbliżonym do tej z IV kw. 2009. Szacunek ten potwierdza chociażby utrzymane wysokie tempo wzrostu w przetwórstwie przemysłowym. Co do poszczególnych agregatów od strony popytowej uważamy, że w całym 2010 dynamika inwestycji może wzrosnąć nawet do 3-4%, w I kw. ze względu na warunki pogodowe mogą one ponownie zanotować spadek w ujęciu rocznym. Stabilizacji oczekujemy w przypadku konsumpcji (przedział 2,0-3,0%), gdzie pozytywny wpływ powinna mieć poprawa sytuacji na rynku pracy oraz popytowy efekt związany z inwestycjami infrastrukturalnymi. Niższa kontrybucja eksportu netto powinna być rekompensowana przez dalszą odbudowę zapasów (pozytywna kontrybucja w kolejnych kwartałach).

Rząd przyjął plan konwergencji

Rząd przyjął ostateczną wersję aktualizacji programu konwergencji dokumentu, który zawiera prognozy oraz wylicza działania konieczne do spełnienia wyznaczonych przez Unię Europejską kryteriów. Z dokumentu wynika, że Polska spełni kryterium deficytu finansów publicznych w roku 2012. Konsolidacja finansów publicznych, ze względu na obawy przed jej niekorzystnymi skutkami dla wzrostu gospodarczego oraz oczekiwaniami co do zwiększonej absorpcji środków z UE będzie w zasadzie realizowana w latach 2011 i 2012. W roku 2010 deficyt finansów publicznych ma obniżyć się do 6,9% PKB z 7,2% zanotowanych (prawdopodobnie) w roku 2009. W kolejnych latach deficyt ma spaść do poniżej 6% i 2,9%. Dług publiczny wzrośnie w latach 2010-2012 do 53, powyżej 56 i 55,9% PKB. Prognozy długu sugerują więc przekroczenie progu ostrożnościowego już w roku 2011. Należy jednak pamiętać, że progi te wynikają z Ustawy o Finansach Publicznych i nie są przedmiotem monitorowania przez UE. Co więcej, to Polska ustala metodologię liczenia długu publicznego adekwatnego przy ocenie progów ostrożnościowych. Prawdopodobnym scenariuszem ciągle pozostaje więc zmiana metodologii długu wyłączająca skumulowaną wielkość tzw. deficytu systemowego z lat poprzednich przekazanego do OFE. Zasadniczym założeniem, skutkującym konwergencją wskaźników fiskalnych do wymaganych przez UE poziomów jest projekcja tempa wzrostu PKB. Rząd zakłada wzrost PKB na poziomie 3,0% w roku 2010 i odpowiednio dynamiki 4,5% i 4,2% w kolejnych latach. Dokument przyjęty przez rząd nie podaje daty wejścia Polski do ERM2 i strefy euro (wskazano, że nie wypełnione zostały obecnie warunki takie jak konsensus polityczny, brak wyznaczonego kursu parytetowego, czy też pewności co do możliwie krótkiego pobytu Polski w mechanizmie ERM2).

Deficyt na rachunku bieżącym

Tym razem dane o bilansie płatniczym nie przyniosły większych niespodzianek. Deficyt na rachunku bieżącym zawężił się w grudniu do 1034 mln EUR z 1237 mln EUR w listopadzie 2009 roku – tym razem obyło się także bez większej rewizji danych historycznych. Główną rolę w zawężeniu deficytu odegrał powrót salda transferów na terytoria dodatnie (+198 mln wobec -329 mln w listopadzie z uwagi na zaksięgowanie w tym miejscu części dywidendy z PZU) oraz zawężenie deficytu na rachunku dochodów z 1082 mln do 900 mln. Ujemne saldo wymiany handlowej uległo pogorszeniu do 711 mln EUR z 305 mln w listopadzie. Doszło przy tym do poprawy tempa wzrostu eksportu do 12,3% r/r z 1,1% przed miesiącem oraz zmniejszenia ujemnej dynamiki importu do -2,6% r/r wobec -10,7% w listopadzie. W całym 2009 roku relacja deficytu na rachunku obrotów bieżących do PKB wyniosła według naszych szacunków 1,5%. W bieżącym roku spodziewamy się, że relacja ta osiągnie 2,3%. Główną przyczyną zwiększenia deficytu będzie gradualnie narastający deficyt w saldzie wymiany handlowej. Obserwowane obecnie ożywienie eksportu (V-kształtna ścieżka odbicia przemysłu na świecie) spotka się wkrótce także z istotnym przyspieszeniem importu. Przyczyniać się będzie do tego

stabilizacja i w dalszych miesiącach przyspieszenie dynamiki konsumpcji indywidualnej, a także wzrost importu zaopatrzeniowego w związku z realizacją projektów infrastrukturalnych. W 2010 roku możemy liczyć także na niższe wsparcie rachunku transferów bieżących (z biegiem czasu coraz więcej transferów z UE będzie klasyfikowanych na rachunku kapitałowym). Mimo oczekiwanego wzrostu deficytu, pozostanie on bezpiecznie finansowany – w szczególności nie oczekujemy zmiany dużego pokrycia deficytu bezpośrednimi inwestycjami zagranicznymi (obecnie prawie 169%).

Inflacja

W styczniu roczna stopa inflacji wzrosła z 3,5% do 3,6% r/r. Wynik ten okazał się wyższy niż konsensus prognoz na poziomie 3,5%. Tradycyjnie w lutym GUS opublikował jedynie bardzo szacunkową informację o cenach detalicznych (w marcu wraz z przeliczeniem cen według nowego koszyka informacja ta zostanie odpowiednio rozszerzona, zrewidowany zostanie również sam odczyt za styczeń). Dostępnych danych wnioskujemy jednak, że delikatna rozbieżność odczytu i prognoz to głównie efekt wyższych cen w części bazowej koszyka (edukacja, zdrowie, łączność i rekreacja). Inflację bazową oszacowaliśmy na 2,4-2,5% r/r wobec 2,6% zanotowanych w grudniu 2009. Ceny żywności ukształtowały się zgodnie ze wzorcem sezonowym, rosnąc 0,7% m/m. Przechodząc do perspektyw na kolejne miesiące, spodziewamy się systematycznego spadku inflacji wynikającego głównie z efektów bazowych. Inflacja za luty według naszych szacunków powinna wynieść poniżej 3% r/r. W połowie roku powinniśmy zobaczyć roczną stopę inflacji na poziomach zbliżonych do 2%. Systematyczne spadki inflacji naszym zdaniem będą miały potencjał do wpływania na oczekiwania co do nagłości zacieśnienia monetarnego w Polsce. Najnowsze wypowiedzi S. Skrzypka wskazują na dylematy panujące w RPP – z jednej być może i konieczność zastanowienia nad podwyżkami stóp procentowych (prezes widział już projekcję inflacyjną, która wskazuje na wzrost inflacji w horyzoncie polityki pieniężnej), z drugiej natomiast problemu z rozkorelowaniem krajowej polityki monetarnej z polityką ECB. Choć takie komentarze mogą mieć wpływ na ewentualną dyskusję o zmianie nastawienia uważamy, że podwyżki stóp zrealizują się dopiero w drugiej połowie roku, kiedy to odradzać zacznie się presja cenowa, oraz RPP będzie miała jaśniejszy pogląd na temat trwałości ożywienia gosp. Przeciwnie szybszym podwyżkom prawdopodobnie przemawia także obawa części PRP przed szybkim i nadmiernym umocnieniem złotego (patrz możliwość rozkorelowania z ECB).

Deficyt budżetowy

Według szacunków MinFin deficyt budżetowy po styczniu wyniósł 4,8 mld PLN, czyli 9,3% planu. Dochody budżetowe wyniosły 22 mld PLN (8,9% planu), wydatki osiągnęły poziom 26,9 mld PLN, czyli 8,9% planu. Znaczny wzrost deficytu w porównaniu z analogicznymi miesiącami lat poprzednich (w styczniu 2009 zanotowano 2,9 mld PLN nadwyżki) to przede wszystkim efekt niższych wpływów z akcyzy (4 mld PLN w styczniu 2010 i 9 mld PLN w styczniu 2009). Wpływy z VAT ukształtowały się na podobnym poziomie jak w styczniu 2009. W styczniu rozczarowały natomiast wpływy z PIT i CIT (tu jednak duży okazać się może wpływ przesunięć płatności pomiędzy miesiącami). W kolejnych miesiącach oczekujemy stopniowej poprawy wpływów podatkowych budżetu, co odzwierciedlać powinno stabilizację na rynku pracy oraz wzrost popytu krajowego. Naszym zdaniem istnieje szansa, że wykonanie tegorocznego deficytu okaże się lepsze niż planowano.

Rynek pracy

W styczniu dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw spadła do 0,5% r/r z 6,5% r/r z zanotowanych w grudniu (konsensus prognoz wynosił 3,1%). Tak duży spadek dynamiki rocznej płac wynika z następujących czynników: 1) mniejsza liczba dni roboczych (-2 w stosunku do stycznia 2009), 2) efekt bazy z 2009 roku, kiedy ze względów podatkowych powszechnym procederem było przesunięcie wypłaty pensji grudniowej na styczeń. Oczekujemy, że kolejne miesiące będą już wskazywać na systematyczny wzrost przeciętnej płacy. W całym 2010 oczekujemy wzrostu płac o 4-5%. Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw obniżyło się o 1,4% w ujęciu rocznym (konsensus -2,3% w ujęciu rocznym...). Sama dana mogłaby się wydawać wręcz rewelacyjna, jednak skala przyrostu zatrudnienia w stosunku do grudnia (+47 tys.) nie wynika z przesłanek fundamentalnych i ma charakter statystyczny, i związana jest z korektą próbki przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 9 osób. Zaskakujący jest jednak kierunek rewizji (biorąc pod uwagę fazę cyklu koniunkturalnego); pierwsza próba wytłumaczenia to oparcie się na chomikowaniu zatrudnienia (w ten sposób część przedsiębiorstw przynajmniej nie wypadła z próbki). Wydaje się ona jednak mało prawdopodobna zważywszy na ogłaszane ostatnio rekordowe statystyki odnośnie bankructw (chyba, że dotyczyły one przedsiębiorstw w głównej mierze operujących w mikroskali...). Hipotezę tę będziemy dalej weryfikować jak tylko pojawią się szczegółowe dane. Dane o zatrudnieniu stoją w sprzeczności także z danymi o stopie bezrobocia. Po raz kolejny jednak należy się w tym miejscu powołać na odmienną próbę obydwu badań – czynniki powodujące wzrost stopy bezrobocia związane są w dużej mierze z efektem ujawnienia faktycznego bezrobocia, a nie zmianą fundamentów gospodarki, o czym lepiej informują dane o zatrudnieniu. Co do dłuższej perspektywy cały czas utrzymujemy, że pozostają one bardzo

korzystne – silne wzrosty indeksów koniunktury i przyrosty zatrudnienia notowane w grudniu w niektórych sekcjach przetwórstwa przemysłowego to wiarygodne sygnały powolnego powrotu rynku pracy do równowagi.

Produkcja przemysłowa

W styczniu dynamika produkcji przemysłowej wzrosła do 8,5% r/r z 7,4% zanotowanych w grudniu 2009. Prawdziwe wrażenie robi jednak dana odsezonowana – w styczniu odpowiedni wskaźnik wyniósł 11,1% r/r wobec 6,3% r/r zanotowanych w grudniu. Tym samym nie sprawdziły się obawy co do negatywnego wpływu efektów jednorazowych, w tym spadku produkcji w związku z niskimi temperaturami. Z danych GUS wynika, że wzrosty produkcji zanotowano w 22 z 34 sekcji przemysłu. Wskaźnik roczny wywindowany został przede wszystkim przez produkcję samochodów 25,2% r/r, metali 25,2% r/r i elektroniki – wzrost powyżej 66% r/r. Struktura wzrostu produkcji pokazuje, że polski przemysł z miesiąca na miesiąc podlega coraz większemu wpływom ożywienia w gospodarce strefy euro w tym gospodarce niemieckiej. Dynamika produkcji przemysłowej wskazuje wreszcie na silne momentum polskiej gospodarki na początku 2010 roku i dobrze wróży dynamice PKB w I kw. 2010, którą szacujemy na poziomie zbliżonym do tej z IV kw. 2009, czyli w około 3% r/r.

Sprzedaż detaliczna

W styczniu sprzedaż detaliczna wzrosła o 2,5% wobec oczekiwań rynkowych na poziomie 5,3%. W ujęciu realnym odnotowano spadek o 1,1%. Styczniowy spadek sprzedaży detalicznej jest wypadkową kilku czynników, choć wydaje się, że na pierwszy plan wysuwają się czynniki pogodowe i inne, słabo identyfikowalne czynniki jednorazowe, które w istotny sposób mogły zaważyć na sprzedaży żywności (solidny spadek dynamiki z 7,0% w grudniu 2009 do -3,3% w styczniu 2010) oraz kategorii pozostałe (spadek w ujęciu rocznym o 6,3% wobec wzrostu o 10,6% w grudniu). Ujemną dynamikę odnotowano także w zakresie sprzedaży samochodów (-2,4%) i nie oczekujemy poprawy w tej kategorii w najbliższych miesiącach. Wśród pozostałych czynników należy nadmienić ujemną różnicę w dniach roboczych (2 mniej w ujęciu rocznym), choć oddziaływanie tego czynnika jest dyskusyjne i nie ujawniło się we wszystkich kategoriach. W szczególności, wzrosty dynamiki sprzedaży zaobserwowano w przypadku sprzedaży paliw (tu jednak istotną rolę odegrały czynniki bazowe) oraz mebli, RTV i AGD (z -6,8% do -5,7%, co wydaje się zgodne z powolną poprawą w tej sekcji sygnalizowaną przez wskaźniki koniunktury). Obliczany przez nas wskaźnik sprzedaży po wyłączeniu sprzedaży żywności i paliw obniżył się do 0,9% w ujęciu rocznym. Należy jednak zachować ostrożność w interpretacji, bo duże znaczenie miały w tym przypadku solidne wzrosty sprzedaży paliw, które wygenerowane zostały przez efekty bazowe. W dalszym ciągu utrzymujemy pogląd o stabilizacji sprzedaży detalicznej, co z kolei powinno przekładać się na stabilizację konsumpcji.

Stopy NBP bez zmian

Zgodnie z oczekiwaniami RPP nie zmieniła poziomu stóp procentowych na ostatnim posiedzeniu. W komunikacie, dominują optymistyczne oceny perspektyw gospodarczych. RPP podała również przedziały prognoz PKB i inflacji wynikające z nowej projekcji NBP. I tak, eksperci NBP spodziewają się szybszego wzrostu gospodarczego w roku bieżącym w porównaniu z poprzednią projekcją oraz wzrostu inflacji w średnim okresie (centralna ścieżka projekcji przekracza górną granicę celu inflacyjnego w 2012 roku). Wyższa ścieżka projekcji inflacyjnej i inflacja powyżej celu w 2012 roku dosłownie oznaczają, że prawdopodobieństwo wzrostu inflacji powyżej celu jest większe niż jej spadku, a więc mogłaby implikować zmianę nieformalnego nastawienia RPP (na ryzyko takiego scenariusza wskazywaliśmy). Nic takiego jednak na posiedzeniu nie miało miejsca. Niewykluczone, że zmiana nastawienia rozbiła się o definicję średniego okresu (czy też horyzont oddziaływania polityki pieniężnej) – faktycznie ustalając horyzont oddziaływania RPP na 6-7 kwartałów, w dalszym ciągu inflacja znajduje się blisko celu, co z kolei pozwala na skoncentrowanie się na bieżących czynnikach ryzyka (jest to poniekąd spójne z możliwością zmiany nastawienia najwcześniej w czerwcu, sygnalizowaną przez Zielińską-Głębocką).

Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa	Cena bieżąca	Data wydania	Cena w dniu wydania	P/E 2010
AB	Kupuj	15,13	17,22	2009-08-06	11,55	11,5
ACTION	Akumuluj	18,49	17,91	2010-03-05	17,91	11,4
AGORA	Trzymaj	24,20	25,39	2010-02-24	23,85	21,8
ASBIS	Trzymaj	4,23	4,55	2010-02-03	4,56	12,8
ASSECO POLAND	Kupuj	71,90	55,50	2009-11-19	57,30	11,8
ASTARTA	Sprzedaj	31,60	47,00	2010-02-12	50,00	12,9
BUDIMEX	Akumuluj	82,50	79,50	2010-01-06	75,75	10,8
BZWBK	Akumuluj	204,50	180,00	2010-03-03	180,00	13,2
CENTRUM KLIMA	Kupuj	15,10	11,96	2009-11-06	11,50	12,7
CEZ	Trzymaj	140,30	132,60	2010-03-03	133,90	9,7
CIECH	Trzymaj	39,90	33,60	2009-12-03	37,49	13,4
COMARCH	Redukuj	93,10	102,20	2010-02-15	102,90	20,7
CYFROWY POLSAT	Trzymaj	14,90	14,90	2010-02-03	14,90	13,8
DOM DEVELOPMENT	Trzymaj	50,10	51,00	2010-03-05	51,00	45,9
ELEKTROBUDOWA	Trzymaj	169,30	166,00	2009-12-04	170,00	15,4
EMPERIA HOLDING	Trzymaj	70,30	75,90	2009-09-04	72,30	11,2
ENEA	Akumuluj	21,00	18,90	2010-03-05	18,90	11,6
ERBUD	Trzymaj	53,50	52,15	2010-02-03	51,80	14,5
EUROCASH	Trzymaj	9,90	16,90	2009-05-06	9,81	18,8
FAMUR	Sprzedaj	2,20	2,60	2010-02-04	2,59	13,3
GETIN	Trzymaj	10,20	9,65	2010-03-05	9,65	16,2
GTC	Trzymaj	21,80	23,00	2010-03-05	23,00	16,3
HANDLOWY	Kupuj	90,30	73,00	2010-01-19	73,55	14,6
ING BSK	Akumuluj	749,00	671,00	2010-02-19	663,50	12,9
J.W. CONSTRUCTION	Kupuj	14,00	11,97	2009-12-02	11,26	2,6
KĘTY	Trzymaj	120,39	115,00	2010-02-24	115,00	12,0
KGHM	Redukuj	90,40	100,10	2009-12-01	107,80	8,8
KOMPUTRONIK	Trzymaj	11,56	9,40	2009-12-08	11,39	10,3
KOPEX	Redukuj	21,66	23,16	2010-02-04	25,35	14,0
KREDYT BANK	Akumuluj	15,30	13,93	2010-02-12	13,85	29,4
LOTOS	Trzymaj	26,50	28,00	2010-03-02	27,51	9,3
LW BOGDANKA	Trzymaj	80,10	61,45	2010-02-03	77,00	11,4
MILLENNIUM	Akumuluj	4,38	4,05	2010-02-11	3,90	19,3
MONDI	Trzymaj	56,00	77,50	2009-09-03	51,00	17,6
MOSTOSTAL WARSZAWA	Kupuj	79,60	66,55	2009-12-02	68,00	13,0
NETIA	Trzymaj	4,30	4,92	2009-11-06	4,36	51,2
PBG	Redukuj	172,30	205,40	2010-02-22	197,20	14,5
PEKAO	Trzymaj	175,70	165,50	2010-03-05	165,50	16,3
PGE	Kupuj	25,80	22,35	2010-02-12	21,00	12,3
PGNiG	Kupuj	4,11	3,55	2010-03-05	3,55	10,8
PKN ORLEN	Akumuluj	38,20	34,60	2010-02-03	34,20	10,8
PKO BP	Trzymaj	39,60	38,00	2010-01-19	38,90	16,0
POLICE	Redukuj	5,50	6,37	2010-02-24	6,29	
POLIMEX MOSTOSTAL	Trzymaj	4,50	4,47	2010-02-03	4,40	14,3
POLNORD	Kupuj	46,80	37,39	2009-12-15	31,77	214,2
RAFAKO	Akumuluj	11,60	12,25	2010-02-03	11,14	15,3
SYGNITY	Kupuj	18,20	13,81	2010-03-02	12,57	
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Akumuluj	19,20	15,79	2009-10-30	17,58	12,7
TRAKCJA POLSKA	Trzymaj	4,20	4,10	2010-01-06	4,10	16,4
TVN	Trzymaj	16,00	16,72	2010-02-22	15,30	20,0
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	Trzymaj	82,20	81,55	2010-01-06	84,50	17,2
UNIBEP	Akumuluj	7,52	7,15	2010-02-22	6,55	12,9
WSiP	Trzymaj	17,20	17,07	2009-09-03	16,61	13,2
ZA PUŁAWY	Trzymaj	72,05	69,80	2010-01-06	80,90	16,2

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
AGORA	Trzymaj	Kupuj	24,20	2010-02-24
ASTARTA	Sprzedaj		31,60	2010-02-12
BZWBK	Akumuluj	Trzymaj	204,50	2010-03-03
CEZ	Trzymaj	Trzymaj	140,30	2010-03-03
COMARCH	Redukuj		93,10	2010-02-15
ENEA	Kupuj		21,00	2010-02-12
GTC	Akumuluj		21,80	2010-02-12
ING BSK	Akumuluj	Akumuluj	749,00	2010-02-19
KĘTY	Trzymaj	Trzymaj	120,39	2010-02-24
KREDYT BANK	Akumuluj	Akumuluj	15,30	2010-02-12
LOTOS	Trzymaj	Redukuj	26,50	2010-03-02
MILLENNIUM	Akumuluj	Trzymaj	4,38	2010-02-11
PBG	Redukuj	Trzymaj	172,30	2010-02-22
PEKAO	Trzymaj	Trzymaj	175,70	2010-03-05
PGE	Kupuj	Kupuj	25,80	2010-02-12
POLICE	Redukuj	Redukuj	5,50	2010-02-24
SYGNITY	Kupuj	Kupuj	18,20	2010-03-02
TVN	Trzymaj	Kupuj	16,00	2010-02-22
UNIBEP	Akumuluj	Akumuluj	7,52	2010-02-22

Zmiany rekomendacji w Przeglądzie Miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
ACTION	Akumuluj	Kupuj	18,49	2010-03-05
DOM DEVELOPMENT	Trzymaj	Kupuj	50,10	2010-03-05
ENEA	Akumuluj	Kupuj	21,00	2010-03-05
GETIN	Trzymaj	Kupuj	10,20	2010-03-05
GTC	Trzymaj	Akumuluj	21,80	2010-03-05
PGNIG	Kupuj	Akumuluj	4,11	2010-03-05

Statystyka rekomendacji

Wszystkie						Dla emitentów związanych z DI BRE Bankiem S.A.				
Statystyka	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
liczba	1	5	27	10	10	0	0	10	1	6
procent	1,9%	9,4%	50,9%	18,9%	18,9%	0,0%	0,0%	58,8%	5,9%	35,3%

Banki

Wynik netto sektora bankowego w 2009 roku spadł do 8,7 mld PLN (-36% R/R)

Wynik netto sektora bankowego po czterech kwartałach 2009 roku wyniósł 8,7 mld PLN (-36% R/R). Po trzech kwartałach 2009 sięgał 6,96 mld PLN, po półroczu 4,5 mld PLN. Wynik działalności bankowej wzrósł do 49,5 mld PLN (+2% R/R), a po trzech kwartałach sięgał 36,6 mld PLN. Odpisy wyniosły w 2009 roku 12 mld PLN (8,3 mld PLN po trzech kwartałach 2009, 5,3 mld PLN w całym 2008 roku). Koszty działania banków wyniosły w 2009 roku 24,9 mld PLN (poziom zbliżony do ubiegłorocznego). Kredyty dla sektora niefinansowego wyniosły pod koniec 2009 roku 627,9 mld PLN (+6% R/R), w tym kredyty dla przedsiębiorstw sięgały 212,7 mld PLN (-4,4% R/R), a kredyty dla gospodarstw domowych 412,5 mld PLN (+12% R/R). Depozyty sektora wyniosły 560 mld PLN (+13% R/R), z czego przedsiębiorstwa stanowiły 166 mld PLN (+11,3% R/R), a gospodarstwa domowe 379,7 mld PLN (+15% R/R). Udział należności zagrożonych od sektora niefinansowego na koniec grudnia 2009 roku wzrósł do 7,6% (7% na koniec 3Q09 i 4,5% na koniec 2009 roku). Współczynnik wypłacalności na koniec grudnia 2009 roku wynosił 13,3% (12,2% na koniec 3Q09 i 11,2% na koniec 2008 roku). Wynik netto za sam 4Q09 wyniósł 1,744 mld PLN i spadł o 28% w relacji do 3Q09 (wówczas 2,415 mld PLN).

Pengab spadł o 1,3 pkt. m/m do 29,1 pkt. w lutym

Wskaźnik koniunktury bankowej Pengab spadł w lutym o 1,3 pkt. m/m do 29,1 pkt. (rok temu wynosił 12,7 pkt.). Skumulowany wskaźnik ocen wyniósł w lutym 22,0 pkt. i był niższy o 4,8 pkt. wobec stycznia, natomiast skumulowany wskaźnik prognoz wzrósł o 2,1 pkt. do 36,2 pkt. Zanotowano spadek zainteresowania lokatami na wszystkich rynkach depozytowych (największe spadki złotówkowe odnotowują się na depozytach bieżących), oczekuje się nieznacznej poprawy depozytów złotych terminowych i dewizowych bieżących. Nastąpiło ogólne osłabienie akcji kredytowej, zwłaszcza w sferze kredytów konsumpcyjnych. Nieznaczna poprawa nastąpiła w kredytach dla przedsiębiorstw do kwoty 1 mln EUR. W najbliższym czasie oczekiwana jest znaczna poprawa na wszystkich rynkach kredytowych, za wyjątkiem walutowych. Ceny kredytów były na stabilnym poziomie, a bankowcy nie oczekują większych zmian w tym zakresie. Spodziewany jest jednak wzrost kredytów zagrożonych. Odnotowano wzrost zainteresowania obligacjami, oczekiwana jest kontynuacja wzrostu. Spadki nastąpiły na rynku akcji i jednostek TFI. Ten trend, zdaniem bankowców, ma się utrzymać. Sondaż przeprowadzono między 4 i 11 lutego. W styczniu wzrost wskaźnika w relacji do grudnia był stymulowany przede wszystkim wzrostem wskaźnika ocen, podczas gdy wskaźnik prognoz nie zmienił się istotnie w relacji do ankiety z grudnia ub. r. Obecnie mamy do czynienia ze spadkiem wskaźnika ocen, podczas gdy wskaźnik prognoz zaczął się podnosić. Korekta przy okazji ankiety w pierwszych miesiącach roku nie jest zaskoczeniem. Uważamy, że odczyt w marcu nie przyniesie tutaj istotnej poprawy, czy też zmiany. Kolejny miesiąc z rzędu oceniający notują osłabienie w koniunkturze na rynku kredytów. W styczniu dotyczyło to przede wszystkim kredytów mieszkaniowych i kredytów dla przedsiębiorstw (zaskakująca dla nas była pozytywna ocena kredytów konsumpcyjnych w styczniu). W lutym obserwowaliśmy spadek koniunktury już praktycznie we wszystkich obszarach kredytów. Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach poprawi się koniunktura w większości kategorii kredytów, za wyjątkiem kredytów konsumpcyjnych. Dane za styczeń dotyczące portfeli kredytów w sektorze i wskazują na osłabienie wolumenów sprzedaży kredytów hipotecznych. Oczekujemy jednak poprawy w tym zakresie w okresie wiosennym i później w drugiej połowie roku.

Podaż pieniądza (M3) w styczniu 2010

Podaż pieniądza spadła w styczniu o prawie 10 mld PLN (-1,4% m/m), utrzymując się 6% powyżej poziomu ze stycznia ub.r. Portfel depozytów spadł aż o 8 mld PLN, głównie za sprawą spadku portfela depozytów przedsiębiorstw (-11,5 mld PLN m/m). Jednocześnie portfel depozytów gospodarstw domowych wzrósł o przeszło 4,1 mld PLN m/m. Portfel depozytów ogółem wzrósł o 7,5% R/R, z czego portfel gospodarstw domowych wzrósł o 13% R/R, a przedsiębiorstw o 6% R/R. Jednocześnie widzimy utrwalenie się wcześniej obserwowanych tendencji w zakresie portfela kredytów. Ogółem spadł on o 3,3 mld PLN m/m, głównie za sprawą spadku zadłużenia pozostałych segmentów (poza gospodarstwami domowymi i przedsiębiorstwami). O 2,8 mld PLN spadło zadłużenie niemonetarnych instytucji finansowych, a o 2,2 mld PLN zadłużenie FUS. Jednocześnie gospodarstwa domowe odnotowały wzrost zadłużenia o 2,2 mld PLN, a przedsiębiorstwa nie zmieniły istotnie poziomu zadłużenia. Przekłada się to na roczny wzrost portfela kredytów ogółem na poziomie 5%, z czego o prawie 9% rosły kredyty gospodarstw domowych, a o 6% obniżyły się kredyty dla przedsiębiorstw. Dane zgodne z oczekiwaniami. Uważamy, że portfel depozytów w tym roku zacznie w coraz większym stopniu zależeć od poprawiającego się portfela depozytów przedsiębiorstw. Duży spadek w lutym traktujemy jako „wygladzenie” pewnych procesów związanych z końcem roku (w grudniu portfel depozytów przyrósł o 11 mld PLN). Saldo dwóch miesięcy jest więc praktycznie zerowe w tym segmencie. Uważamy, że w dalszej części roku przedsiębiorstwa zaczną akumulować gotówkę. Jednocześnie oczekujemy utrzymania się stabilnych, choć w ujęciu procentowym malejących przyrostów wolumenów depozytów gospodarstw domowych

(efekt sytuacji na rynku pracy i transferu części oszczędności do innych produktów). Tempo przyrostu portfela depozytów GD systematycznie zwalnia (obcenie +13% R/R, w grudniu +15% R/R, w listopadzie +17,5% R/R). Jednocześnie oczekujemy utrzymania się umiarkowanych przyrostów wolumenów kredytów gospodarstw domowych i braku dużego zainteresowania kredytami przedsiębiorstw.

KNF: Wartość kredytów konsumpcyjnych wyniosła 154,5 mld PLN na koniec 2009 r.

Wartość kredytów konsumpcyjnych w polskim sektorze bankowym wzrosła w 2009 r. o 13,2%, do 154,5 mld PLN. Istotnie wzrósł przy tym udział kredytów nieregularnych (z 6,6% do 10,8%). Jest to średni wskaźnik niespłaconych kredytów konsumpcyjnych. W rzeczywistości skala niespłaconych kredytów konsumpcyjnych istotnie różni się w bankach. Zależy to od okresu, w którym budowany był portfel tych kredytów (największym zagrożeniem obciążona jest produkcja z 2008 roku) oraz od grupy klientów do jakich adresowany był produkt (największe zagrożenie reprezentują kredyty sprzedawane do nowych klientów, lub poprzez zewnętrzne sieci pośredników). Kredyty konsumpcyjne stanowiły na koniec 2009 roku 38% kredytów ogółem dla gospodarstw domowych, oraz 82% portfela pozostałych kredytów detalicznych (po wyłączeniu kredytów na nieruchomości).

Należności nieregularne

W styczniu portfel należności nieregularnych wzrósł o 1,14 mld PLN, z czego 1,155 mld PLN przypadło na gospodarstwa domowe, podczas gdy przedsiębiorstwa obniżyły ten poziom o symboliczne 16 mln PLN. Wskaźnik należności nieregularnych w sektorze wzrósł na koniec stycznia br. do poziomu 7,7% (7,6% na koniec 2009 roku). W segmencie gospodarstw domowych sięgnął 5,7% (5,4% w grudniu), a w segmencie przedsiębiorstw 11,7% (11,8% w grudniu). Wzrosty nie odbiegają istotnie od naszych oczekiwań. Oczekujemy kulminacji tworzenia się należności nieregularnych w segmencie gospodarstw domowych w 1H'10. W całym 2010 roku oczekujemy, że portfel należności nieregularnych wzrośnie o 13,5 mld PLN, z czego ok. 9 mld PLN w gospodarstwach domowych, a 4,5 mld PLN w przedsiębiorstwach. Umiarkowanie pozytywnie można odebrać fakt, że portfel należności nieregularnych w przedsiębiorstwach nie rósł w styczniu. Jest to miesiąc, gdy prowadzone są audyty roczne, zatem oczekiwaliśmy weryfikacji poziomu należności nieregularnych w bankach. Jednocześnie nie jesteśmy mocno zaskoczeni poziomem przyrostu należności nieregularnych w gospodarstwach domowych w styczniu. Poziom ok. 1 mld PLN miesięcznie jest obserwowany od czerwca ub.r. (średnia za sześć miesięcy 0,98 mld PLN).

Kredyty na nieruchomości na koniec stycznia 2010

Portfel kredytów na nieruchomości w gospodarstwach domowych wzrósł o 1,75 mld PLN w styczniu br. Portfel kredytów denominowanych w PLN wzrósł o 1,3 mld PLN, a kredytów denominowanych w obcych walutach o 436 mln PLN. Styczeń jak zwykle to dość słaby miesiąc pod względem sprzedaży. Widać to po niskich poziomach przyrostu portfela w styczniu. Średni miesięczny poziom przyrostu portfela kredytów złotówkowych w 2H'09 wynosił 1,86 mld PLN. Jednocześnie w styczniu złotówka w sposób nieistotny osłabiła się w stosunku do CHF (o 0,1%). Dane styczniowe nie zmieniają przyjętego przez nas scenariusza dla całego 2010 roku. Oczekujemy wzrostu sprzedaży kredytów mieszkaniowych z 40 mld PLN w 2009 roku do 45 – 48 mld PLN w 2010 roku.

Kredyty mieszkaniowe – długoterminowe prognozy

IBnGR (Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową) oczekuje, że w ciągu pięciu lat portfel kredytów mieszkaniowych wzrośnie do poziomu 390 mld PLN z 214 mld PLN na koniec 2009 roku. Oczekuje, że tegoroczna sprzedaż wyniesie około 40 – 50 mld PLN, co oznacza przyrost zadłużenia o około 20 – 30 mld PLN. Instytut szacuje, że około 40% sprzedaży stanowić będą kredyty w ramach programu „Rodzina na Swoim” oraz kredyty denominowane w EUR. Kredyty mieszkaniowe będą rosły szybciej niż kredyty konsumpcyjne, m.in. dlatego, że relacja portfela kredytów mieszkaniowych do PKB jest poniżej średnich dla UE, podczas gdy w przypadku kredytów konsumpcyjnych nawet nieco powyżej średnich. Wzrost portfela do tego poziomu jest możliwy, ale naszym zdaniem jest to dość optymistyczne założenie. W tym roku oczekujemy wzrostu portfela kredytów hipotecznych o 45 – 48 mld PLN i osiągnięcia poziomu około 244 – 245 mld PLN. Osiągnięcie poziomu 390 mld PLN na koniec 2014 roku musiałoby oznaczać sprzedaż kredytów hipotecznych w okolicach 50 mld PLN, co roku. Uważamy, że barierą może stać się źródło finansowania długoterminowych aktywów. Jednak zgadzamy się z tezą, że portfel kredytów hipotecznych będzie rozwijał się szybciej niż portfel pozostałych kredytów detalicznych.

Wartość kredytów w programie „Rodzina na swoim” w styczniu 2010 wyniosła 421,4 mln PLN

W styczniu 2010 roku, w ramach programu "Rodzina na swoim", udzielono kredytów za 421,4 mln PLN. W styczniu 2010 r. z programu skorzystało blisko 2,3 tys. osób. W 2009 roku udzielonych zostało prawie 31 tys. preferencyjnych kredytów na kwotę 5,417 mld PLN. BGK

prognozuje, że w 2010 roku będzie ich około 40% więcej. Kredyt w ramach programu "Rodzina na swoim" jest dostępny w 17 bankach. Oczekujemy również wzrostu sprzedaży kredytów hipotecznych w całym sektorze bankowym. Oczekujemy sprzedaży na poziomie 45 – 48 mld PLN.

Kredyty walutowe są lepiej spłacane niż w złotych

Na koniec 3Q09 zaledwie 0,9% portfela kredytów hipotecznych w walucie stanowiły tzw. należności zagrożone. W ciągu roku odsetek ten wzrósł o zaledwie 0,4 pp. Gorzej jest w przypadku kredytów w złotych: należności zagrożone to 2,4%. Różnica wynika z wysokości rat – przy kredytach w PLN, nawet w okresie gwałtownego słabnięcia naszej waluty, były one wyższe niż płacone od pożyczek w CHF. Na dodatek Bank Szwajcarii obniżył stopy procentowe, co dodatkowo zmniejszyło raty w CHF. Jednak na poziom wskaźnika wpływ ma również efekt bazy i wiek portfela kredytowego. Kredyty hipoteczne zaczynają się psuć po około pięciu latach. Tymczasem ponad połowa udzielonych w Polsce kredytów walutowych to pożyczki przyznane w latach 2006–2008. Uważamy, że największym zagrożeniem dla spłaty kredytu hipotecznego, nie jest waluta w jakiej został udzielony, a sytuacja na rynku pracy (to czy klient spłacający kredyt nie stracił źródła dochodów). Zgadza się z tezą, że w przyszłości jakość portfela kredytów walutowych będzie zbliżona do portfela kredytów złotówkowych.

Rekomendacja T przyjęta

Na rekomendację T składa się 25 zaleceń. Obejmują one kilka obszarów: zarządzanie, ryzyko, zabezpieczenia, raportowanie, relacje z klientami oraz kontrolę wewnętrzną. W zakresie zarządzania ryzykiem rekomendacja wskazuje, że maksymalny bezpieczny poziom zobowiązania z tytułu spłaty rat zaciągniętych kredytów czy pożyczek nie przekracza 50% w przypadku osób o przeciętnych zarobkach (podstawą dane GUS o przeciętnym wynagrodzeniu w gospodarce) i 65% dla klientów o zarobkach wyższych. Dodatkowo przy kredytach o zmiennym oprocentowaniu bank powinien uwzględnić wyniki testu warunków skrajnych, tj.: zmianę stopy procentowej o 4 pp., a w kredytach walutowych założyć również osłabienie złotówki o 30%. Rekomendacja wskazuje, że bank powinien przyjąć bufor wskaźnika LTV dla pokrycia skutków zmiany parametrów kredytu (kurs walutowy, wartość zabezpieczenia) na poziomie min. 10% kwoty kredytu dla ekspozycji o terminie spłaty do 5 lat i 20% kwoty kredytu dla ekspozycji o okresie spłaty powyżej 5 lat. Rekomendacja wskazuje również, że bank każdorazowo powinien przeprowadzać analizę zdolności i wiarygodności kredytowej klienta. Bank powinien posiadać pisemne zasady polityki zarządzania ryzykiem z tytułu ekspozycji na kredyty detaliczne, dokonywać ich okresowego przeglądu i weryfikacji. Przy ocenie ryzyka kredytowego korzystać z własnych i zewnętrznych baz danych. Polityka powinna uwzględniać cykliczność gospodarki i jej wpływ na spłacalność kredytów. Kontrola, monitorowanie i raportowanie ryzyka ma nie być powiązane ze sprzedażą. Przyjmowane przez bank zabezpieczenia powinny być płynne, a ich wartość możliwa do oceny także w trakcie trwania umowy. Poza tym rekomendacja nakłada na banki obowiązek informowania klienta o ryzyku i wszystkich kosztach związanych z umową kredytową przed jej zawarciem. Zdaniem KNF, jest to szczególnie ważne przy udzielaniu kredytów w walutach obcych. Zdaniem KNF potrzeba wydania Rekomendacji T wynika zarówno z pogarszania się portfela kredytowego, jak i zjawiska „przekredytowania”. Wg komisji mniej niż 5% kredytobiorców jest przekredytowanych (rata kredytów przekracza miesięczne dochody). Klientów o wysokim ryzyku nadmiernego zadłużenia może być ok. 300 tys., a ich dług wynosi 20 mld PLN (do tej kwoty nie liczy się kredytów mieszkaniowych). KNF spodziewa się, że w połowie roku rekomendacja będzie już w dużej części stosowana przez banki. KNF poinformowała także, że wejście w życie Rekomendacji T, której celem jest ograniczenie dostępu do kredytów osobom posiadającym już zobowiązania z tego tytułu oraz osobom o niższych dochodach, doprowadzi do spadku akcji kredytowej o max. 5% w przypadku kredytów hipotecznych i max. 10% dla kredytów konsumpcyjnych. Jednak wg Związku Banków Polskich, Rekomendacja T ograniczy akcję kredytową o 10 – 15% w bankach stosujących dotychczas konserwatywne podejście do oceny ryzyka kredytowego i nawet o 20 – 30% w bankach o liberalnym podejściu. Uważamy, że zbiór zasad ograniczy tempo przyrostu portfela kredytów detalicznych. Nie jesteśmy jednak w stanie określić w jakim stopniu i w relacji do których wolumenów. Skoro banki zamierzają zwiększyć podaż kredytów w relacji do 2009 roku, efekt rekomendacji i większego apetytu na kredyt mogą się neutralizować (za wcześniej na ocenę). Uważamy jednak, że wprowadzone zalecenia są dość restrykcyjne, szczególnie w zakresie LTV dla kredytów. Obszar ten ma szczególne zastosowanie w kredytach hipotecznych. Uważamy, że mimo tego, iż średnie LTV w sektorze nie przekracza wymogów rekomendacji, to istnieje znacząca liczba osób, która zaciągała kredyty, nie posiadając 20% LTV. Nie wiemy w jaki sposób banki będą podchodziły do tego zalecenia (chodzi o wycenę zabezpieczenia w relacji do kredytu). Banki są również zobowiązane do badania zdolności kredytowej oraz wartości zabezpieczeń w trakcie trwania umowy. Stawia to pod znakiem zapytania dość istotny wolumen kredytów sprzedanych w trakcie ostatniego boom'u kredytowego. Na skutek osłabienia złotówki i korekty wycen nieruchomości LTV dla tych ekspozycji jest często istotnie wyższe. Jednocześnie każdorazowe badanie zdolności kredytowej przy kredytach, w istotny sposób wyeliminuje tzw. „kredyty na dowód”. Problem przekredytowania, nawet wg KNF nie zagraża stabilności systemu i koszty

ryzyka w przeważającej większości zagrażają raczej poziomowi zysku, niż kapitałom.

Nowelizacja Rekomendacji I

Wprowadzono zmiany do Rekomendacji I dotyczącej zarządzania ryzykiem walutowym w bankach oraz zasad dokonywania przez banki operacji obciążonych ryzykiem walutowym. Celem nowelizacji Rekomendacji I jest ograniczenie ryzyka kredytowego związanego z zawieraniem walutowych transakcji kredytowych oraz usprawnienie zarządzania ryzykiem walutowym w bankach. Rekomendacja rozszerza pojęcie ryzyka walutowego poprzez zalecenie badania wpływu zmian kursu na inne ryzyka, w tym ryzyko kredytowe. Zgodnie z nią przed zawarciem transakcji na instrumentach pochodnych bank powinien dążyć do identyfikacji charakteru działalności klienta, jego potrzeb zabezpieczenia ryzyka kursowego, świadomości podjęcia tego ryzyka, w pierwszej kolejności oferując klientom niezłożone produkty jako instrumenty zabezpieczające ryzyko kursowe. Nowelizacja jest reakcją na problem opcji walutowych. Nie będzie miało to istotnego wpływu na bieżącą działalność banków.

Fitch – wyzwaniem dla banków są wyższe przychody

Zdaniem M. Young'a, analityka Fitch Ratings odpowiedzialnego za Europę Środkowo – Wschodnią, Afrykę i Bliski Wschód, wyzwaniem dla polskiego sektora bankowego w 2010 roku będzie wzrost przychodów. Zyskowność banków powinna się polepszyć, m.in. na skutek spadku odpisów na ryzyko kredytowe w 2H'10. To powinno również ograniczać presję na obniżanie ratingów w polskich bankach. Jego zdaniem marże w 2010 roku nie wzrosną, więc wzrost wyniku odsetkowego będzie uzależniony od wzrostu wolumenów. Oczekuje, że portfel kredytów może wzrosnąć kilkanaście procent. Jednocześnie wprowadzone w ub.r. podwyżki opłat i prowizji wyczerpują na razie potencjał dalszego wzrostu w tym obszarze. W związku z tym, że płynność pozostanie dobrem wysokiej wartości, nie należy również oczekiwać znaczącego wzrostu zainteresowania banków dystrybucją jednostek. Uważa, że wynik odsetkowy i prowizyjny może wzrosnąć w 2010 roku o kilkanaście procent, zgodnie z tempem przyrostu portfela kredytów. Zgadza się co do wzrostu zysku, jednak oczekujemy mniejszego przyrostu wolumenów i jednak nieco wyższych marż niż w 2009 roku. Co prawda w relacji do 3Q09 coraz trudniej będzie o jej poprawę, ale na wynikach 2009 roku ciąży bardzo słaba pod tym względem 1H09 (oczekujemy wzrostu ze względu na niską bazę). Podobnie jest w przypadku wyniku prowizyjnego. Również uważamy, że nie ma obecnie potencjału do dalszego wzrostu opłat i prowizji za prowadzenie kont. Jednak ze względu na to, że podwyżki wprowadzanie były stopniowo w ub.r., wzrost będzie wynikać m.in. z efektu bazy. Uważamy, że koszty ryzyka spadną w 2H'10, jednak w skali całego roku koszty ryzyka spadną tylko nieznacznie w relacji do 2009 roku. Poprawa przychodów o 6 – 7% (kilkunastoprocentowy wzrost wyniku odsetkowego i prowizyjnego, ale jednocześnie duża presja na wynik handlowy), przy kontroli wydatków (koszty +3,6% R/R) i powoli spadających kosztach ryzyka kredytowego dają znaczną poprawę zysku pokrywanych przez nas banków (+23% R/R). Jednak ROE pozostanie na niskich poziomach (średnie ok. 11%, vs prognoza 9% w 2009) ze względu na wzrost poziomu kapitałów w bankach.

Ankiety NBP – sytuacja na rynku kredytowym

W 4Q09 zahamowana została tendencja zaostrzania polityki kredytowej. W przypadku kredytów mieszkaniowych większość banków złagodziła kryteria udzielania kredytów (po czterech kwartałach konsekwentnego zaostrzania polityki) i odczuła wzrost popytu, a jego skalę określiła jako znaczną. W 1Q10 oczekuje się utrzymania polityki kredytowej po stronie banków i jednocześnie dalszego wzrostu popytu. Po ok. półtorarocznym okresie zaostrzania kryteriów udzielania kredytów zaobserwowano złagodzenie kryteriów udzielania kredytów w większości kategorii. W przypadku kredytów dla przedsiębiorstw w 4Q09 nieznacznie tylko złagodzone kredyty dla segmentu MSP oraz kredyty krótkoterminowe dla dużych firm. Wzrósł popyt na krótkoterminowe kredyty. W 1Q10 oczekuje się niewielkiego złagodzenia udzielania kredytów krótkoterminowych i jednocześnie niewielkiego zaostrzenia w zakresie kredytów długoterminowych. Oczekiwany jest wzrost popytu, zwłaszcza wśród dużych firm. Za szczególnie ryzykowne branże wśród przedsiębiorstw bankowcy uznali: motoryzację, transport, budownictwo oraz branżę związaną z rynkiem nieruchomości komercyjnych. W 4Q09 odpowiedzi banków w zakresie popytu na kredyt konsumpcyjny były bardzo zróżnicowane, ale łącznie zasygnalizowały one niewielki wzrost popytu. W 1Q10 oczekiwane jest dalsze zaostrzanie kryteriów i jednocześnie wzrost popytu na tego rodzaju kredyty. Banki wskazują, że zmniejsza się ryzyko z przewidywaną sytuacją gospodarczą, lepiej postrzegają również swoją pozycję kapitałową. Głównym czynnikiem, który wciąż skłania do zaostrzania polityki jest pogarszanie się jakości portfeli kredytowych. Pozytywne wyniki ankiety. Powoli hamuje maszyna zaostrzania kryteriów, oczekiwany jest również wzrost popytu na większość kategorii kredytowych. Jednak jak na razie zarówno kryteria jak i ceny kredytów są na mniej korzystnych poziomach niż w okresie przed osłabieniem koniunktury makroekonomicznej. Największego wzrostu oczekujemy po stronie kredytów hipotecyjnych. Kredyty konsumpcyjne w dalszym ciągu będą ograniczane (efekt gorszej jakości portfeli na skutek wzrostu bezrobocia). W przypadku przedsiębiorstw oczekujemy umiarkowanego przyrostu portfela kredytów i w tym zakresie wyniki ankiety wydają się być nieco bardziej optymistyczne.

Przedsiębiorcy wciąż dobrze oceniają banki

Pomimo kryzysu i znacznego ograniczenia podaży kredytów przez banki wyniki badań przeprowadzonych przez Grant Thornton wskazują, że polskie przedsiębiorstwa bardzo dobrze oceniają współpracę z bankami. 82% szefów polskich firm uważa, że mają oparcie w instytucjach finansowych. To jeden z najlepszych wyników wśród 36 krajów, gdzie prowadzone były badania. W Polsce zadano pytania 150 firmom. Żaden z 12 badanych krajów UE nie osiągnął takiego odsetka (średnia to 62%). Na świecie lepsze wyniki osiągnięto tylko na Filipinach, na Tajwanie i w Chile. Jednak z badania wynika również, że polskie firmy większe obawy mają o przyszłą współpracę z bankami. 21% firm w Polsce spodziewa się poprawy dostępu do finansowania w ciągu najbliższego roku. W badanych krajach UE wskaźnik ten to 25%. Dobre wyniki badań, jednak zwracamy uwagę na dwa czynniki: dość małą próbkę badanych oraz sytuację w ubiegłym roku. Polska nie została dotknięta kryzysem w takim stopniu jak inne kraje (w tym UE). Nasze banki nie musiały sięgać po pomoc rządową. Skala ograniczania finansowania przedsiębiorstw była zatem zdecydowanie niższa.

BIK udostępnił 1,46 mln raportów kredytowych i monitorujących w styczniu br. (+5% R/R)

W 2009 roku udostępniono 17,07 mln raportów kredytowych, czyli o 10,8% więcej niż w 2008 roku. W 2009 roku udostępniono także 11,37 mln raportów monitorujących, podczas gdy w 2008 roku 4,47 mln. Łącznie w 2009 roku udostępniono 28,44 mln raportów, czyli o 43% więcej niż w 2008 roku. Wzrost liczby raportów niekoniecznie przekłada się na akcję kredytową. Początek ubiegłego roku to okres przeglądu istniejących portfeli przez wiele banków. Uważamy, że w tym roku portfel kredytów gospodarstw domowych wzrośnie o 9% R/R.

4,77 mld USD straty netto ukraińskich banków

Stowarzyszenie Banków Ukrainy (ABU) podało, że strata netto sektora bankowego na Ukrainie na koniec 2009 roku sięgnęła 48,5 mld UAH (ok. 4,77 mld USD). W 2008 roku zysk sięgnął 7,3 mld UAH (719 mln USD). Środki klientów w bankach zmniejszyły się o ok. jedną trzecią, choć kapitał ustawowy wzrósł o 45%. Dość zatrważający obrazek sektora bankowego. Polskie banki mają bardzo ograniczoną ekspozycję na banki ukraińskie (Pekao, PKO BP i Getin Holding). W przypadku Pekao do 3Q09 ich bank na Ukrainie był na plusie, a straty jednostek PKO BP i Getin Holding powoli zmniejszały się.

Lukas zmienia oblicze?

Instytucja ma nową strategię. Chce dołączyć do banków uniwersalnych. Cel na ten rok to wzrost liczby rachunków o 150 tys. Bank będzie miał nową ofertę dla klientów detalicznych, chcąc budować długoterminowe relacje. Postawi na konto i kredyt hipoteczny. Na kampanię promocyjną ma wydać ok. 6 mln PLN (wg informacji „Rz”). Bank zamierza też rozszerzyć sieć placówek, która dotąd była podzielona na miejsca z pełną ofertą i centra kredytowe, w których klient mógł się ubiegać o kredyt gotówkowy i samochodowy. Teraz centra zostaną zmienione w normalne oddziały. Na koniec 2010 roku będzie ich ok. 450. Nastawienie na bank produktowy, sporo kosztowało niektóre banki. Teraz wszyscy uwierzyli w bankowość relacyjną i już nie chcą opierać biznesu o jeden produkt. Dodatkowym argumentem za zmianą nastawienia jest lepszy profil ryzyka, klienta którego bank zna. Jednak skoro wszyscy mają mieć długoterminowe relacje z klientami, to kosztem czegoś. Uważamy, że im więcej banków deklaruje tego typu plany, tym bliżej jesteśmy początku spadku cen (marż i za obsługę). Bo w końcu co prawda specjalna oferta jest tylko dla klientów banku, ale niedługo banki będą miały tylko „własnych klientów”.

Spadek obrotów pośredników finansowych

Według danych Związku Firm Doradztwa Finansowego, w 2009 roku sprzedali oni 11,3 mld PLN kredytów hipotecznych (-5% R/R). Jednak w tym roku do związku dołączył Doradcy 24, który zrealizował sprzedaż kredytów na poziomie 430 mln PLN, a jedynym podmiotem, który zwiększył sprzedaż R/R był Open Finance. Po wyłączeniu ze statystyk obu podmiotów, wartość sprzedaży spadła o 44%. Dane podobne do tego co ZFDF publikował po 3Q09. Przyczyny są znane: spadek sprzedaży na całym rynku, chęć lepszej użycia sieci bankowych, lepsza kontrola ryzyka. Uważamy, że w tym roku zaostrzy się konkurencja dla OF. Jednak ten, coraz silniej rozpycha się na rynku produktów inwestycyjnych.

BPH – Wyniki 4Q09 – to jeszcze nie koniec rezerw

Połączone BPH i GEMB miały stratę netto na poziomie 33 mln PLN w 4Q09. Na poziomie zysku brutto strata sięgała aż 50 mln PLN. Bank odnotował również spadek wyniku operacyjnego przed kosztami rezerw w relacji do 3Q09 (z 235 mln PLN do 218 mln PLN). Wpływ na to miał wzrost kosztów (kończące się wydatki związane z restrukturyzacją, nasilenie się kosztów integracji m.in. ze względu na rebranding). Jednak o stracie netto w ostatnim kwartale u.br. zadecydowały bardzo wysokie odpisy na ryzyko kredytowe, które wyróżniają się na tle odpisów w pozostałych kwartałach ub. r. W skali całego roku bank miał 47 mln PLN zysku netto, co jednak jest efektem wyłącznie dodatniej efektywnej stopy podatkowej (efekt tarczy podatkowej, rozliczenia aktywa podatkowego z lat ubiegłych oraz pozytywnego wpływu z tytułu uczestnictwa



w podatkowej grupie kapitałowej). Strata brutto w całym 2009 roku wyniosła 7 mln PLN. W skali całego roku największym problemem banku również były rezerwy. Poziom wyniku operacyjnego przed kosztami rezerw obniżył się co prawda o 2%, jednak nie jest to wynik odbiegający od poziomu spadku w sektorze (zakładamy, że zysk operacyjny dla ośmiu pokrywanych przez nas banków spadnie w 2009 roku o 4%). Można go nawet wyróżnić na plus, gdyż zarówno poziom wydatków 2009 roku był podwyższony przez zdarzenia jednorazowe (łącznie 145 mln PLN), jak i poziom wyniku w 2008 roku zawierał niekontynuowane przychody (75 mln PLN pozostałych przychodów operacyjnych netto). W perspektywie najbliższego roku należy oczekiwać spadku kosztów działania (efekt bazy po restrukturyzacji), co poprawi wynik operacyjny. Wyniki oceniamy negatywnie ze względu na : (i) wysoki poziom kosztów ryzyka w połączonym banku, (ii) brak przyrostu nowych wolumenów co będzie wywierało presję na poziom przychodów w 2010 roku.



BZ WBK (Akumuluj)

Cena bieżąca: 180 PLN

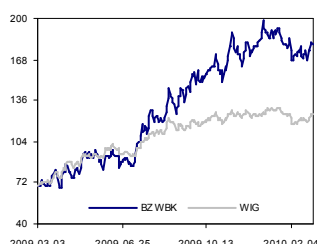
Cena docelowa: 204,5 PLN

Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-03

(m ln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	1 635,1	1 563,2	-4,4%	1 797,8	15,0%	1 914,0	6,5%	Liczba akcji (mln)	73,0
Marża odsetkow a	3,3%	2,8%		3,2%		3,1%		MC (cena bieżąca)	13 132,9
WNDB	3 190,0	3 239,4	1,5%	3 465,5	7,0%	3 694,0	6,6%	Free float	29,5%
Wynik operacyjny*	1 575,9	1 644,4	4,3%	1 812,8	10,2%	1 925,6	6,2%		
Zysk brutto	1 211,4	1 163,3	-4,0%	1 334,7	14,7%	1 690,0	26,6%		
Zysk netto	855,4	886,2	3,6%	993,3	12,1%	1 270,2	27,9%		
ROE	18,4%	16,2%		15,8%		17,8%		Zmiana ceny: 1m	-2,4%
P/E	15,4	14,8		13,2		10,3		Zmiana ceny: 6m	29,4%
P/BV	2,6	2,2		2,0		1,7		Zmiana ceny: 12m	144,9%
D/PS	3,0	0,0		4,0		4,5		Max (52 tyg.)	198,0
Dyild (%)	1,7	0,0		2,2		2,5		Min (52 tyg.)	68,2

* przed kosztami rezerw



Solidne wyniki 2009 roku, bezpieczny poziom współczynnika wypłacalności (13%), bezpieczny bufor płynności (kredyty/depozyty 84%) dają potencjał do dalszej poprawy zysków w BZ WBK. Bank zamierza utrzymać pozytywną różnicę między przyrostem kosztów i przychodów. W 2009 roku wskaźnik koszty/przychody spadł do 50%, w tym roku oczekujemy spadku do 48%. Uważamy, że uda się zbliżyć do poziomu prawie 1 mld PLN zysku netto w 2010 (prognoza podniesiona o 13%). Wyższa prognoza to skutek obniżenia zakładanych odpisów na kredyty. Sytuacja na rynku nieruchomości powoli stabilizuje się, bank tworzył dość wysokie rezerwy na kredyty detaliczne w 2009 roku. P/E'10 dla BZ WBK wynosi 13, co daje 17% dyskonta do mediany dla innych banków. Jednocześnie bank w 2009 roku osiągnął ROE na poziomie 16,2%, stając się liderem pod tym względem wśród pokrywanych banków, wyprzedzając jednocześnie Pekao i PKO BP. Rekomendujemy akumulowanie akcji.

Wywiad z prezesem

Prezes BZ WBK, M. Morawiecki, powiedział, że rezerwy na kredyty będą, ale tylko do połowy 2010 roku. Średniokwartalny poziom odpisów w 2010 roku powinien oscylować na poziomach z 2009 roku. Jego zdaniem poziom odpisów będzie jeszcze rósł, jednak zdecydowanie łagodniej niż w 2009 roku. W jego ocenie wskaźnik kredytów nieregularnych do kredytów ogółem w sektorze osiągnie szczyt na poziomie ok. 8,5 – 9%, jednocześnie dla BZ WBK będzie to znacznie poniżej 7%. W połowie listopada ub.r. prezes informował, że w jego ocenie w 2010 roku złe kredyty dla sektora znajdują się na poziomie 9 – 10%, a w BZ WBK 7,5 – 8% wobec 5,4% po 3Q09. Zdaniem Morawieckiego w czwartym kwartale 2009 roku w całym sektorze rezerwy na złe kredyty mogły być wyższe niż w trzecim. Jak deklaruje, bank w przeciwieństwie do innych, nie ma problemu z segmentem consumer finance. Jednocześnie jest zainteresowany kupnem ciekawych portfeli kredytów detalicznych, gdyż bank chce mocniej wejść w segment detaliczny. Bank stawia na dynamiczny rozwój akcji kredytowej, zwłaszcza kredytów hipotecznych w złotych. W 2010 roku BZ WBK zamierza sprzedawać ten produkt na poziomie co najmniej 150 – 200 mln PLN miesięcznie. Morawiecki szacuje, że w tym roku rynek wykaże dynamikę akcji kredytowej na poziomie 7 – 9%, zaś najlepiej będą się sprzedawały kredyty detaliczne, w tym zwłaszcza hipoteczne, gdzie jest szansa na 20% wzrostu R/R. W kredytach dla firm może to być 3 – 5%. Jego zdaniem popyt korporacji jest ciągle niewielki. Prezes uważa, że w 2010 może mieć miejsce "łagodny przyrost zysku w sektorze, a BZ WBK chce być trochę lepszy niż średnia sektora". Bank poprawił na koniec 4Q09 współczynnik wypłacalności, który po 3Q09 wynosił 12,16%. Po raz kolejny powtórzył, że bank nie wyklucza wypłaty niewysokiej dywidendy z zysków za 2009 rok. Obniżenie oczekiwań co do wzrostu kredytów nieregularnych w sektorze z 9 – 10% do 8,5 – 9% jest zgodne z naszymi oczekiwaniami (w raporcie z 19 stycznia br. obniżyliśmy oczekiwany poziom wskaźnik NPL/kredyty brutto na koniec 2010 roku z 10% do 9%). Uważamy, że kredyty nieregularne w BZ WBK będą stanowiły 7,5% kredytów ogółem. W tym zakresie jesteśmy nieco bardziej ostrożni, jednak w zakresie oczekiwanego salda rezerw, nasze oczekiwania są zbieżne z deklaracjami prezesa. Uważamy, że poziom rezerw w BZ WBK nie zmieni się istotnie w relacji do 2009 roku (ok. 0,55 mld PLN), jednak większą część z nich bank zaksięguje w 1H'10. Naszym zdaniem obok kredytów detalicznych, w BZ WBK problemem pozostanie portfel kredytów na nieruchomości, koncentrując się w obszarze kredytów na nieruchomości komercyjne. Jesteśmy bardziej konserwatywni w zakresie oczekiwań wzrostu portfela kredytów w BZ WBK, w związku z oczekiwanym ograniczaniem ekspozycji na segment biznesowych kredytów na nieruchomości. Oczekujemy za to podobnych dynamik wzrostu dla całego rynku. Uważamy, że zysk netto BZ WBK wzrośnie o 8% w 2010 roku, nieco słabiej na tle innych pokrywanych przez nas banków (+23% R/R). Jednak niska dynamika przyrostu wyników ma źródło w wysokiej bazie odniesienia (oczekujemy spadku zysku netto BZ WBK o 5% w 2009 roku, na tle rynku -30%).

Spółki leasingowe BZ WBK chcą w '10 wyleasingować środki trwałe warte 1,5 mld PLN

BZ WBK Leasing oraz BZ WBK Finanse & Leasing, spółki leasingowe z grupy BZ WBK prognozują, że wartość wyleasingowanych w 2010 roku środków trwałych wyniesie ok. 1,5 mld PLN (+10% R/R). Powrót do spokojnych dynamik wzrostu po okresie spowolnienia.

BZ WBK chce o 50% zwiększyć przyrost kont osobistych w 2010 roku

BZ WBK, który w 2009 roku pozyskał 187 tys. kont osobistych, planuje w 2010 roku zwiększyć ten przyrost o 50%. Bank chce być numerem jeden, jeśli chodzi o przyrost kont. Konta osobiste są jednym z produktów strategicznych BZ WBK w 2010 roku. W ubiegłym roku liczba tych kont prowadzonych przez bank zwiększyła się o 187 tys. do 1.582 tys., co dało BZ WBK trzecią pozycję na polskim rynku. Konto stało się jednym z podstawowych produktów walki o klienta. Pozytywnie oceniamy starania BZ WBK, jednak inne banki również zapowiadają walkę o konta osobiste. Zaostrza się konkurencja, co może doprowadzić do spadku cen usług bankowych.

BZ WBK ma kredyt z EBI o wartości 100 mln EUR na finansowanie MSP

Europejski Bank Inwestycyjny udzielił BZ WBK linii kredytowej o wartości 100 mln EUR na finansowanie małych i średnich przedsiębiorstw. BZ WBK prowadzi obecnie intensywne prace nad wdrożeniem do swojej oferty kredytu Biznes Express EBI. Będzie on dostępny dla przedsiębiorców jeszcze w tym kwartale. Linia kredytowa została udzielona na okres 7 lat. Zgodne z wcześniejszymi zapowiedziami zarówno polskich banków jak i EBI. Informacja lekko pozytywna, jednak finansowanie rzędu 0,4 mld PLN to w skali sektora niewielka suma.



Getin (Trzymaj)

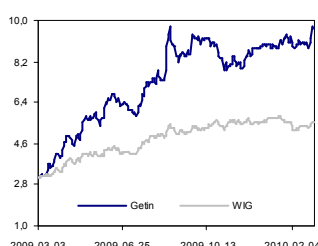
Cena bieżąca: 9,65 PLN Cena docelowa: 10,2 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-05

(m ln PLN)	2008	2009P	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	807,6	969,5	20,1%	1 114,6	15,0%	1 311,5	17,7%	Liczba akcji (m ln)	710,9
Marża odsetkow a	3,2%	2,9%		3,1%		3,3%		MC (cena bieżąca)	6 860,5
WNDB	2 029,9	2 078,9	2,4%	2 160,0	3,9%	2 395,2	10,9%	Free float	28,0%
Wynik operacyjny*	1 079,9	1 185,5	9,8%	1 174,1	-1,0%	1 325,4	12,9%		
Zysk brutto	701,0	400,0	-42,9%	615,0	53,7%	964,5	56,8%		
Zysk netto	508,5	271,3	-46,7%	423,6	56,1%	696,3	64,4%		
ROE	15,2%	7,3%		10,4%		15,0%		Zmiana ceny: 1m	3,8%
P/E	13,5	25,3		16,2		9,9		Zmiana ceny: 6m	13,9%
P/BV	1,9	1,8		1,6		1,4		Zmiana ceny: 12m	196,0%
D/PS	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	9,8
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,1

* przed kosztami rezerw



Oczekujemy, że ROE'10 grupy sięgnie 10%, a dopiero w kolejnych latach wzrośnie do 15%. Jesteśmy ostrożni wobec tegorocznych prognoz zysku netto (prognoza 424 mln PLN), szczególnie na tle oczekiwań zarządu. Nasze szacunki wskazują, że dotrzymanie obietnicy 20% ROE w Getin Noble Banku, „wyjście na plus” spółek działających na wschodzie oraz powtórzenie zysku przez TU Europa wskazuje na zysk około 700 mln PLN (ROE grupy ok. 16-17%). Konserwatywne podejście wynika z: (i) utrzymania się dość wysokich na tle rynku kosztów ryzyka (2,2% vs rynek 1,3%), (ii) umiarkowanej poprawy marży odsetkowej ze względu na premię jaką bank musi płacić wobec rynku, (iii) wysokiej bazy wyniku handlowego. Getin Holding może w tym roku zaskoczyć pozytywnie rynek. Jeśli zaskoczenie będzie wynikało z niższych rezerw nie wpłynie to istotnie na naszą długoterminową ocenę (w kolejnych latach zakładamy spadek odpisów). Od czasu wydania rekomendacji kupuj dla Getin Holding (19 stycznia br.) kurs akcji wzrósł o 10%. Wskaźnik P/E'10 wynosi obecnie 16 (na poziomie mediany dla pozostałych banków). Obniżamy rekomendację do trzymaj.

NWZA TU Europa zgodziło się na ofertę publiczną

NWZA ubezpieczyciela podjęło uchwały w sprawie przeprowadzenia wtórnej oferty publicznej. TUE chce wyemitować nie więcej niż 1,575 mln akcji serii H z wyłączeniem prawa poboru. Oferta ma zostać przeprowadzona w 1H'10. Zarząd może ją jednak odwołać z ważnych powodów. Informacja podana wcześniej. Oferta TUE przypadnie na 2Q'10, gdy debiut planuje również PZU. Naszym zdaniem nie można wykluczyć, że oferta TUE zostanie przesunięta na 2H'10.

Getin Noble Bank chce sprzedać posiadane akcje w TU Europa

Getin Noble Bank planuje w ramach oferty publicznej akcji TU Europa sprzedać posiadane akcje w tej spółce, dające obecnie 19,94% udziałów (1,574 mln akcji). TU Europa złożyła w KNF prospekt emisyjny, w ramach którego zamierza pozyskać około 200 mln PLN w ramach emisji do 1,575 mln akcji. Pozostałe 79,85% udziałów jest w rękach Getin Holding. Środki pozyskane z emisji spółka chce przeznaczyć na ugruntowanie pozycji lidera bancassurance i większą koncentrację na kluczowych dla spółki produktach inwestycyjnych oraz związanych z kredytami hipotecznymi, gotówkowymi i kartami płatniczymi. Spółka planuje także rozwinąć działalność w nowych obszarach, takich jak ubezpieczenia medyczne, turystyczne czy gwarancje ubezpieczeniowe. Noble Bank i Getin Bank nabyli 19,94% udziałów za łączną kwotę 134 mln PLN. W relacji do zysku za 2009 rok (120 mln PLN), wycena ta implikuje P/E'09 poniżej 6. Z perspektywy Getin Noble Banku oznacza to wzmocnienie kapitałowe. Jednocześnie nie będzie miała większego wpływu na model współpracy, gdyż TUE dalej pozostaje w grupie.

TU Europa chce utrzymać 25% ROE przez najbliższe 3 lata

TU Europa zamierza w ciągu najbliższych trzech lat utrzymywać ROE na poziomie min. 25%. W roku 2009, mimo kryzysu, spółka miała ten wskaźnik na poziomie 38,6% i wypracowała 120,4 mln PLN zysku netto (+11% R/R). Składka przypisana brutto sięgnęła 3 mld PLN (wg PAS, 605 mln PLN wg MSR). Po trzech kwartałach spółka miała prawie 90 mln PLN zysku netto, zatem zysk za ostatni kwartał utrzymał się na podobnym poziomie co we wcześniejszych okresach. Wówczas spółka również wypracowywała ROE na poziomie ponad 30%. Zatrzymanie zysków w grupie oraz emisja nowych akcji ograniczy potencjalne ROE w najbliższym roku, zatem zapowiedzi jego spadku nie są zaskoczeniem. Dalej jednak będzie na dość wysokim poziomie.



Zarząd TU Europa rekomenduje pozostawienie zysku za 2009 r. w spółce

Zarząd ubezpieczyciela, będącego częścią grupy Getin Holding, rekomenduje WZA i Radzie Nadzorczej niewypłacanie dywidendy z zysku netto za 2009 rok. Uzasadnia to tym, że pozostawienie środków w spółce przyczyni się do dalszego jej dynamicznego rozwoju.

Rezygnacja Członka Rady Nadzorczej

Ludwik Czarnecki zrezygnował z funkcji Członka Rady Nadzorczej Getin Holding.

Finamo przejęte przez spółki Leszka Czarneckiego

Puls Biznesu napisał, że została sfinalizowana umowa kupna Finami przez Home Broker (firma pośrednictwa finansowego kontrolowana przez Leszka Czarneckiego). Przedmiotem sprzedaży była sieć oraz pracownicy (nie cała spółka). Obok Home Broker, 31 oddziałów Finamo przypadnie Getin Noble Bankowi, Open Finance i Tax Care (grupa Getin Holding). Jednak HB przejmie większość aktywów, m.in. 200 pracowników. Dzisiaj HB ma 21 placówek, w których pracuje 300 doradców specjalizujących się w rynku nieruchomości i 115 doradców finansowych. Transakcja tylko częściowo związana z grupą Getin Holding. Bez wpływu na wyniki, jednak ważna z punktu widzenia perspektywy przejęcia placówek i wzmocnienia się konkurencji wobec Open Finance. Mimo że oba biznesy różnią się od siebie, to jednak HB zamierza mocniej postawić na doradztwo finansowe obok nieruchomości.



Handlowy (Kupuj)

Cena bieżąca: 73 PLN

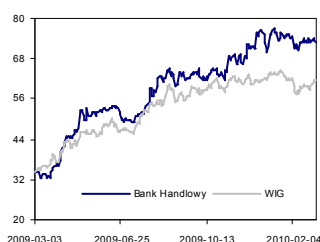
Cena docelowa: 90,3 PLN

Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-01-19

(mIn PLN)	2008	2009P	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	1 365,8	1 525,4	11,7%	1 579,5	3,5%	1 655,0	4,8%	Liczba akcji (mln)	130,7
Marża odsetkowa	3,4%	3,7%		3,9%		3,9%		MC (cena bieżąca)	9 538,2
WNDB	2 312,8	2 435,1	5,3%	2 511,8	3,2%	2 642,2	5,2%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	909,6	1 215,4	33,6%	1 152,0	-5,2%	1 221,4	6,0%		
Zysk brutto	759,2	735,4	-3,1%	828,5	12,7%	1 147,5	38,5%		
Zysk netto	600,4	573,6	-4,5%	653,9	14,0%	905,7	38,5%		
ROE	10,7%	9,7%		10,4%		13,8%		Zmiana ceny: 1m	-2,4%
P/E	15,9	16,6		14,6		10,5		Zmiana ceny: 6m	14,1%
P/BV	1,7	1,5		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m	111,6%
D/PS	4,8	0,0		3,5		4,0		Max (52 tyg.)	76,8
Dyid (%)	6,5	0,0		4,8		5,5		Min (52 tyg.)	32,2

* przed kosztami rezerw



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



ING BSK (Akumuluj)

Cena bieżąca: 671 PLN

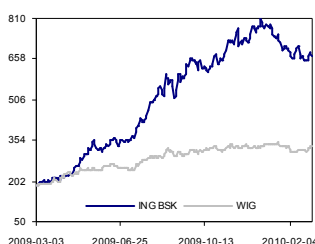
Cena docelowa: 749 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-02-19

(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)	8 729,7
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	-3,2%
P/E	19,6	14,7		12,9		9,5		Zmiana ceny: 6m	11,9%
P/BV	2,1	1,8		1,6		1,3		Zmiana ceny: 12m	231,4%
D/PS	11,7	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	810,0
Dyid (%)	1,7	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	196,0

* 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. Jednocześnie dużą ekspozycją na portfel instrumentów dłużnych, która m.in. miała wpływ na niższy niż oczekiwany poziom przychodów będzie miała przełożenie na obniżenie naszych prognoz zysku dla ING BSK na kolejne lata (w tym o 5% na 2010 rok). Mimo to wynik całego roku sięgnął 595 mln PLN (+34% R/R). Po wyłączeniu ujemnej wyceny obligacji (4Q08) skala spadku wyniku w 2009 roku wynosi ok. 13%, pozytywnie odznaczając się na tle sektora. Nawet przy naszej prognozie wzrostu zysku netto w 2010 roku w ING BSK o 14% (vs inne banki 23%), bank wyceniany jest przy P/E'10 na poziomie 12,9 prezentując dyskonto 16% do mediany dla pozostałych banków. Prognoza ROE'10 sięga 13%, co daje najwyższy poziom zaraz za Pekao, PKO BP i BZ WBK (prognozy na poziomie ok. 14%, w przypadku BZ WBK 16%). Jednocześnie P/BV'10 dla ING BSK sięga 1,6, podczas gdy średnia dla trzech banków 2,1 (dyskonto 25%). Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Wyniki 4Q09 kończą udany rok dla ING BSK

Wynik netto na poziomie 121 mln PLN był o 19% niższy niż nasza prognoza (149 mln PLN). Znalazł się również poniżej konsensusu rynkowego (164 mln PLN, PAP). Przyczyną były zdecydowanie niższe przychody, w praktycznie wszystkich liniach. Jednocześnie w dość zaskakujący sposób spadł poziom wydatków (-11% Q/Q), gdzie główną rolę odegrał istotny spadek wydatków rzeczowych. Wynik operacyjny przed kosztami rezerw (218 mln PLN) był o 25% niższy niż nasze oczekiwania (293 mln PLN) i konsensus rynkowy (276 mln PLN). Poniżej naszych oczekiwań były za to rezerwy (85 mln PLN, vs 113 mln PLN). Naszym zdaniem wyniki 4Q09 obarczone są istotnymi zdarzeniami jednorazowymi tj.: (i) istotny spadek portfela inwestycyjnych papierów wartościowych, co obniżyło poziom przychodów odsetkowych; (ii) słaby kwartał pod względem wyniku handlowego; (iii) wzrost „pozostałych kosztów prowizyjnych” oraz (iv) ujemna wycena nieruchomości inwestycyjnej (-23 mln PLN w wyniku na pozostałej działalności. Ostatnie trzy czynniki nie przełożą się naszym zdaniem na trend w wynikach kolejnych kwartałów.

KNF zaakceptowała Małgorzatę Kołakowską na stanowisko prezesa ING BSK

KNF wyraziła zgodę na powołanie Małgorzaty Kołakowskiej na stanowisko prezesa zarządu ING BSK. Przed powołaniem jej na stanowisko Prezesa banku, pełniła funkcję Wiceprezesa odpowiadając za obszar dużych korporacji i instytucji finansowych oraz rynków finansowych.

Moody's potwierdził rating ING BSK z perspektywą negatywną

Agencja ratingowa Moody's potwierdziła długoterminowy rating A2 dla ING BSK z perspektywą negatywną. Obniżenia ratingów i perspektyw miały miejsce w ubiegłym roku, a główną przyczyną była sytuacja inwestora strategicznego, nie tylko ING BSK, ale również innych. Uważamy, że ING BSK ma za sobą udany rok i perspektywy do dalszego obniżania ratingów są coraz mniej prawdopodobne.

Rezygnacja Członka Rady Nadzorczej

Tom Kliphuis złożył rezygnację z Członka Rady Nadzorczej ING BSK.



Kredyt Bank (Akumuluj)

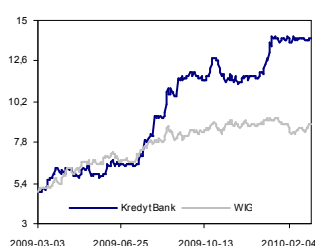
Cena bieżąca: 13,93 PLN Cena docelowa: 15,3 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-02-12

(m ln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	1 059,9	1 061,2	0,1%	1 110,0	4,6%	1 174,5	5,8%	Liczba akcji (mln)	271,7
Marża odsetkow a	3,2%	2,7%		2,8%		2,9%		MC (cena bieżąca)	3 784,2
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	-1,2%
P/E	11,6	109,5		29,4		8,6		Zmiana ceny: 6m	21,7%
P/BV	1,4	1,5		1,4		1,2		Zmiana ceny: 12m	184,3%
D/PS	0,5	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	14,1
Dyild (%)	3,7	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	4,9

* 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, jednak uważamy, że wycena rynkowa zdyskontowała już ten czynnik. Obok wysokich rezerw 2009 rok przyniósł bowiem poprawę powtarzalnego wyniku operacyjnego przed rezerwami o 9%. Był to efekt niższych wydatków (-7% R/R), przy nieznacznej negatywnej dynamice przychodów (-2%). Nasza prognoza powtarzalnego 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. Jednak nawet przy naszej konserwatywnej prognozie wyniku operacyjnego przed rezerwami, wycena Kredyt Banku prezentuje się atrakcyjnie na tle innych podmiotów (P/O'10 na poziomie 6 vs mediana 8). Takie dyskonto jest nieuzasadnione nawet w świetle mniej korzystnego profilu banku w zakresie ryzyka kredytowego. Nie zmieniamy naszej ceny docelowej na poziomie 15,3 PLN/akcję i pozostawiamy rekomendację akumuluj. Potencjał do podniesienia wyceny widzimy w przypadku poprawy profilu ryzyka w banku (możliwego w wyniku zmiany modelu consumer finance) oraz poznania skali pozytywnego wpływu sprzedaży Żagla na wyniki operacyjne grupy Kredyt Banku.

Wyniki 4Q09 pod znakiem rezerw consumer finance

Wynik netto na poziomie 20 mln PLN był o 7 mln PLN niższy od naszych oczekiwań. Na poziomie zysku brutto rezultat o 5 mln PLN odbiegał od naszej prognozy (wyższa efektywna stopa podatkowa). Powtarzalny wynik operacyjny przed rezerwami wyniósł 134 mln PLN (nasze oczekiwania 163 mln PLN). Bank zaksięgował dodatkowe koszty (różnica vs prognoza 11 mln PLN), odnotował niższy wynik prowizyjny (różnica 12 mln PLN) i niższy wynik handlowy (9 mln PLN). Na niewielki plus wyróżnił się wynik odsetkowy (3,5% wyższy od prognozy) oraz odpisy, które sięgnęły 374 mln PLN (vs 413 mln PLN prognoza). Wyniki oceniamy neutralnie w relacji do oczekiwań, choć pod względem wyniku operacyjnego przed rezerwami rozczarowały. Neutralna ocena wynika z identyfikacji czynników jednorazowych (wynik prowizyjny obciążony dodatkowymi kosztami, sezonowy wzrost wydatków) oraz bardzo ostrożnej prognozy wyniku handlowego na 2010 rok (zakładamy spadek o 22% R/R). Uważamy, że nie mają one przełożenia na długoterminowe oczekiwania w stosunku do Kredyt Banku. Jednoznacznie negatywnie ocenić należy fakt, że bank został zmuszony do utworzenia tak wysokich rezerw, jednak nie było to zaskoczeniem dla rynku. Dodatkowo wynik brutto na sprzedaży Żagla wykazano w kwocie 268 mln PLN (nasze prognozy uwzględniały 284 mln PLN). Zatem gdyby okazał się on zgodny z naszymi oczekiwaniami, wynik netto byłby praktycznie zgodny z naszą prognozą. Wpływ netto na wynik Kredyt Banku sięgnął 228,6 mln PLN (bank podawał szacunki rzędu 230 mln PLN).

Plany na 2010 rok

Po wynikach za 4Q09 bank zapowiedział również, jakie oczekiwania ma względem br. Kredyt Bank planuje w 2010 roku utrzymać współczynnik wypłacalności powyżej 10% oraz nie planuje wzrostu wskaźnika kredytów do depozytów (po 4Q09 114,5%). Bank podał, że planuje wzrost udziału prowizji w strukturze dochodu operacyjnego. Bank chce w 2010 roku zwiększyć udział w rynku depozytów detalicznych. Obecnie bank ma 3,8% udział w depozytach dla gospodarstw domowych. Kredyt Bank liczy także na odzyskanie pozycji na rynku kredytów mieszkaniowych, chce zwiększyć udział w rynku do poziomu z końca 2008 roku. Pod koniec IV kwartału 2009



roku bank miał 6,4% udział w rynku kredytów mieszkaniowych, podczas gdy rok wcześniej 6,7%. Bank zapowiedział, że wprowadzi do oferty kredyty walutowe, ale tylko dla wąskiej grupy klientów. Uważamy, że przed bankiem powoli rysuje się szansa na poprawę wyników. Sprzedaż Żagla istotnie obniży poziom wydatków, jednak bank dalej współpracując z jednostką będzie w stanie utrzymywać swoje przychody.

Rezygnacja Członka Rady Nadzorczej

Pan Francois Gillet zrezygnował z funkcji Członka Rady Nadzorczej Kredyt Banku.



Millennium (Akumuluj)

Cena bieżąca: 4,05 PLN

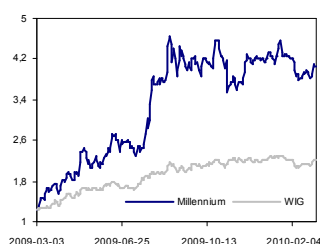
Cena docelowa: 4,38 PLN

Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-02-11

(m ln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkowy	1 181,3	691,1	-41,5%	964,9	39,6%	1 100,8	14,1%	Liczba akcji (m ln)	1 213,1
Marża odsetkowa	3,0%	1,5%		2,0%		2,1%		MC (cena bieżąca)	4 913,1
WNDB	1 827,5	1 434,3	-21,5%	1 726,1	20,3%	1 926,1	11,6%	Free float	26,3%
Wynik operacyjny*	657,0	430,9	-34,4%	666,8	54,8%	791,6	18,7%		
Zysk brutto	521,8	1,8	-99,7%	314,5	17802,0%	599,0	90,5%		
Zysk netto	413,5	1,4	-99,7%	254,7	17802,0%	485,2	90,5%		
ROE	15,5%	0,1%		7,5%		11,3%		Zmiana ceny: 1m	-4,3%
P/E	8,3	2 417,2		19,3		10,1		Zmiana ceny: 6m	-4,9%
P/BV	1,2	1,2		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	179,3%
D/PS	0,2	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	4,7
Dywid (%)	4,7	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	1,5

* przed kosztami rezerw



Mimo znacznie wyższych wyników za 4Q09 nie zmieniamy długoterminowych oczekiwań w stosunku do Banku Millennium. Uważamy, że w 2011 roku bank będzie miał 485 mln PLN zysku netto i osiągnie ROE na poziomie ok. 11%. Przeprowadzona emisja akcji (1 mld PLN nowego kapitału) daje bankowi istotny bufor dla rozwoju sumy bilansowej. Współczynnik wypłacalności po uwzględnieniu emisji wyniósłby 14,7% (z tego 12,2% Tier I). Podtrzymujemy jednak opinię, że bez spadku kosztu finansowania starego portfela kredytów (szczególnie długoterminowych mieszkaniowych), osiągnięcie ROE'12 na poziomie 15% nie zostanie zrealizowane. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj i naszą cenę docelową na poziomie 4,38 PLN/akcję.

Wyniki 4Q09 pozwalają uniknąć straty w całym 2009 roku

Wynik netto w 4Q09 na poziomie 68 mln PLN pozwolił bankowi zamknąć rok zyskiem netto na poziomie 1,5 mln PLN. Jest to zysk symboliczny. Nasza prognoza zakładała 60 mln PLN straty netto w całym 2009 roku, więc również nieistotne (szczególnie w kontekście emisji) obniżenie poziomu kapitałów, którego udało się uniknąć. Dzięki odbudowie przychodów i jednocześnie mocnemu ograniczeniu wydatków (koszty ogółem spadły o 22 mln PLN), bank istotnie poprawił wynik operacyjny przed kosztami rezerw (z 54 mln PLN w 3Q09 do 177 mln PLN w 4Q09). Najmocniejszym elementem wyników 4Q09 był wynik prowizyjny (139 mln PLN vs prognoza 130 mln PLN). Uważamy, że trend wzrostowy zostanie utrzymany i wprowadzone w ubiegłym roku podwyżki opłat i prowizji z bankowości klientowskiej, jak również zatrzymanie trendu spadkowego w zakresie przychodów z rynków kapitałowych będą przyczyniały się do dalszego jego wzrostu. Jednocześnie uważamy, że poziom wyniku handlowego i poziomu wydatków nie zostanie utrzymany w kolejnych kwartałach. Najmniejszym, jednak również niepowtarzalnym zdarzeniem były pozostałe przychody operacyjne netto na poziomie 13 mln PLN (nasza prognoza 6 mln PLN). Saldo rezerw sięgnęło 91 mln PLN i było o 9 mln PLN wyższe niż nasze oczekiwania. Wskaźnik kredytów nieregularnych wzrósł do poziomu 5,9% (5,3% kwartał wcześniej), a wskaźnik pokrycia spadł do 54% (57% kwartał wcześniej). Uważamy, że podwyższone rezerw (z przedziału 80 – 100 mln PLN) mogą pozostać w banku przez kolejne przynajmniej dwa kwartały. Suma bilansowa i depozyty nie różniły się istotnie od naszych oczekiwań. Na przestrzeni roku dynamika depozytów była niższa niż w całym sektorze. In plus postrzegamy odbudowę wolumenu w ostatnim kwartale. Kredyty za to nie zmieniły się w relacji do końca ubiegłego roku. Widać, że bank bardzo mocno ograniczył sprzedaż nowych produktów.



Pekao (Trzymaj)

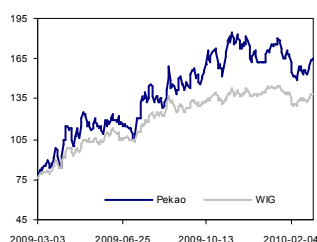
Cena bieżąca: 165,5 PLN Cena docelowa: 175,7 PLN

Analitik: 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)	43 415,7
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	-0,9%
P/E	12,3	18,0		16,3		13,8		Zmiana ceny: 6m	10,3%
P/BV	2,7	2,4		2,3		2,2		Zmiana ceny: 12m	99,6%
D/PS	9,6	0,0		7,4		8,1		Max (52 tyg.)	184,6
Dyild (%)	5,8	0,0		4,4		4,9		Min (52 tyg.)	81,6

* przed kosztami rezerw



Bank zanotował solidne wyniki za 2009 rok (2,4 mld PLN zysku netto), mając przy tym: (i) najwyższy współczynnik wypłacalności w sektorze (16,2%, Tier I), (ii) znaczne nadwyżki płynności (kredyty/depozyty 82%) oraz (iii) ROE'09 na poziomie 14%. Pozostaje jednym z najbardziej zyskowych, bezpiecznych i efektywnych podmiotów na rynku. Ustępuje jedynie BZ WBK, który dzięki bardzo dobrym wynikom w 4Q09, wypracował ROE na poziomie 16%. Wysokie wskaźniki rentowności wskazują, że w przyszłości wzrost wyników w znacznie większym stopniu zdeterminowany będzie przez nowe wolumeny. Zakładamy, że kredyty w Pekao będą rosły zgodnie z rynkiem (7 – 8%), mimo że zarząd zadeklarował apetyt na szybszy przyrost. Do deklaracji podchodzimy konserwatywnie, gdyż wcześniej bank zazwyczaj tracił udziały rynkowe. Zalecamy trzymanie akcji w horyzoncie 9 miesięcy. Argumentem przemawiającym za inwestycją w Pekao jest dywidenda. Widzimy potencjał do przeważania BZ WBK w portfelach względem Pekao, gdyż mimo wyższego ROE, P/BV'10 jest o 13% niższe. Preferujemy oba banki nad PKO BP, które naszym zdaniem nie wyróżni się zarówno ROE, jak i poziomem dywidendy.

Potwierdzenie ocen ratingowych przez S&P

Standard & Poor's Ratings Services utrzymała oceny ratingowe banku na poziomach: długookresowa w walutach obcych na poziomie A-, krótkookresowa w walutach obcych na poziomie A-2, długookresowa w walucie krajowej na poziomie A, krótkookresowa w walucie krajowej na poziomie A-1. Utrzymano stabilną perspektywę ocen. Bank nie został istotnie dotknięty przez kryzys na globalnych rynkach finansowych.



PKO BP (Trzymaj)

Cena bieżąca: 38 PLN

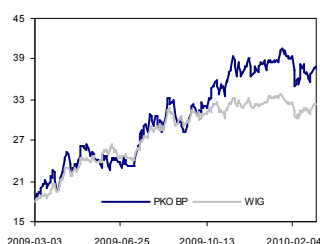
Cena docelowa: 39,6 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-01-19

(mIn PLN)	2008	2009P	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	6 127,3	5 041,6	-17,7%	6 021,6	19,4%	6 727,6	11,7%	Liczba akcji (mln)	1 250,0
Marża odsetkowa	5,0%	3,5%		3,8%		3,9%		MC (cena bieżąca)	47 500,0
WNDB	9 096,7	8 567,7	-5,8%	9 383,3	9,5%	10 342,5	10,2%	Free float	48,8%
Wynik operacyjny*	5 092,1	4 574,2	-10,2%	5 265,5	15,1%	6 135,6	16,5%		
Zysk brutto	3 977,3	2 961,0	-25,6%	3 751,0	26,7%	5 438,1	45,0%		
Zysk netto	3 120,7	2 313,7	-25,9%	2 960,5	28,0%	4 292,1	45,0%		
ROE	24,1%	13,6%		14,4%		19,3%		Zmiana ceny: 1m	-3,5%
P/E	12,2	20,5		16,0		11,1		Zmiana ceny: 6m	27,5%
P/BV	2,7	2,4		2,3		2,0		Zmiana ceny: 12m	97,0%
D/PS	1,1	1,0		1,4		1,5		Max (52 tyg.)	40,5
Dywid (%)	2,9	2,6		3,7		4,1		Min (52 tyg.)	19,0

* przed kosztami rezerw



Oczekujemy, że ROE w PKO BP sięgnie 13 – 14% w 2009 i 2010 roku. Nie wyróżnia to banku na tle BZ WBK (ROE 16%) czy Pekao (14%). Dodatkowo prezes banku podał w jednym z wywiadów, że poziom kapitałów na koniec ub.r. sięgnął 20,1 mld PLN. Po 3Q09 poziom kapitałów własnych wynosił 14,8 mld PLN. Zakładając wpływy z emisji wyniosły ok. 4,9 mld PLN, wartość kapitałów pro forma bez uwzględniania zysku za 4Q09 szacujemy na ok. 19,7 mld PLN. Oznacza to, że kapitały własne przyrosły w ciągu kwartału o ok. 0,4 mld PLN. Niewiadomą jest zmienność pozostałych czynników decydujących o poziomie kapitału (m.in. papiery wartościowe oraz inne zmienne tj. np. różnice kursowe z przeliczenia jednostek zagranicznych), jednak uważamy że wyniki mogą okazać się poniżej konsensusu (560 mln PLN) oraz naszej prognozy (525 mln PLN). Kolejnym czynnikiem jest potencjalnie niższa dywidenda z zysków za 2009 niż zakładana przez nas (90% zysków za 2009 rok). Prezes powiedział, że zamierza podtrzymać, zawartą w prospekcie politykę wypłaty 40% zysku na dywidendę w kolejnych latach. Nie widzimy przesłanek, które mogłyby stać za wzrostem kursu akcji PKO BP. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Nowa strategia

Rada Nadzorcza banku zaakceptowała strategię na lata 2010 – 2012 przedstawioną przez zarząd. PKO BP planuje, że w 2012 roku jego zysk netto przekroczy 4 mld PLN, a wynik na działalności biznesowej będzie powyżej 11 mld PLN. Zgodnie z planami banku w 2012 r. jego wskaźnik kosztów do dochodów będzie poniżej 45%, ROE powyżej 16%, ROA powyżej 2%, a współczynnik wypłacalności powyżej 12%. PKO BP chce, by do 2012 roku jego suma bilansowa wzrosła do powyżej 200 mld PLN, portfel kredytowy wyniósł ponad 160 mld PLN, a depozyty były powyżej 160 mld PLN. Kapitały własne przekroczyć mają 25 mld PLN. Rada przyjęła także nowy system płac zarządu, bo w PKO BP nie obowiązuje już ustawa kominowa. Jednym z elementów strategii jest wzmocnienie oferty dla firm w ramach takich grup produktów jak depozyty strukturyzowane, leasing, faktoring czy usługi bankowości transakcyjnej. Cele finansowe nie są dla nas zaskoczeniem. O planach zwiększenia sumy bilansowej do ponad 200 mld PLN w 2012 roku, prezes mówił we wcześniejszych wywiadach. Nasza prognoza zakłada, że w 2012 roku bank będzie miał prawie 194 mld PLN aktywów, przy kredytach netto na poziomie 153 mld PLN i depozytach 150 mld PLN. Nasze założenia w zakresie wolumenów są zatem nieznacznie bardziej konserwatywne niż plany zarządu (3 – 5%). Jednocześnie oczekujemy, że wskaźnik koszty/ dochody sięgnie 40,5%, ROA wyniesie 2,6%, a ROE 19,7%. Według naszych prognoz bank osiągnie zysk netto na poziomie 4,8 mld PLN w 2012 roku. Jednocześnie oczekujemy nieco ponad 11 mld PLN przychodów. Nasza prognoza zakłada relację kapitałów własnych do aktywów na poziomie 13%, co naszym zdaniem gwarantuje osiągnięcie współczynnika wypłacalności powyżej 12%. Strategia nie wskazuje zatem na ścieżkę rozwoju szybszą niż zakładana w naszych prognozach.

PKO BP spodziewa się stabilizacji kredytów niespłacanych na poziomie ok. 7%

PKO BP spodziewa się, że do połowy tego roku udział kredytów niespłacanych w portfelu będzie stabilny, na poziomie około 7%. Bank oczekuje obniżki wskaźnika niespłacanych kredytów korporacyjnych i lekkiego wzrostu w kredytach konsumpcyjnych. Na koniec 2009 roku bank utrzymał wskaźnik kredytów do depozytów na poziomie 95%. Poinformował, że bank rozważa emisję euroobligacji (kwota między 750 a 1000 mln EUR). Zakładamy, że na koniec 2009 roku wskaźnik niespłacanych kredytów sięgnie 7,2%, a na koniec 2010 roku 8,2%. Jednak nasze prognozy zakładają jednocześnie utrzymanie się dość niskiego na tle sektora wskaźnika pokrycia należności nieregularnych rezerwami (53% na koniec 2009 i 55% na koniec 2010). Uważamy, że źródłem rezerw w PKO BP może być konieczność dotworzenia rezerw na



istniejący portfel nieregularnych kredytów. Po 3Q09 wskaźnik niespłaconych kredytów sięgał 6,8%, a relacja rezerw do NPL zaledwie 45%. Informacja o planach emisji euroobligacji podawana była już wcześniej.

PKO BP Faktoring: celem pierwsza trójka

Dotychczas bank PKO BP oferował faktoring w ramach oferty bankowej, jednak w ograniczonym zakresie. Obecnie PKO BP ma oddzielną spółkę, która w ciągu pół roku zdobyła 30 klientów, a w ub.r. liczba klientów wyniosła 155. Spółka zapowiada, że do końca tego roku liczba klientów PKO BP Faktoring może wzrosnąć do 100. Prognoza na 2010 zakłada, że spółka skupi wierzytelności za kwotę około 0,5 mld PLN. Do 2012 roku ma zostać jedną z trzech największych spółek w branży i osiągnąć próg rentowności. PKO BP nie zamierza konkurować ceną, bazując na klientach PKO BP. Atutem jest fakt, że bank pomimo kryzysu pozostał aktywny na rynku kredytów. PKO Faktoring przyznaje jednak, że w tym roku może dojść do wojny cenowej w tym segmencie. Spółka oczekuje, że rynek na którym działa, wzrośnie w 2010 roku o około 10% (w 2009 obrót fakturami sięgnął 50 mld PLN). Działalność PKO Faktoring ma śladowe znaczenie dla wyników PKO BP. Jeśli obrót FV ma sięgnąć w tym roku 55 mld PLN, a PKO BP będzie miała z tego 0,5 mld PLN, to PKO BP ma mały skrawek rynku. Faktoring jest jednak istotnym uzupełnieniem oferty korporacyjnej, a w ostatnim czasie, to tam bank notuje największe przyrosty udziałów rynkowych.

Paliwa, chemia

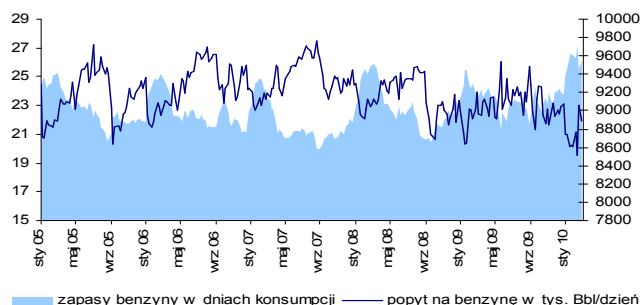
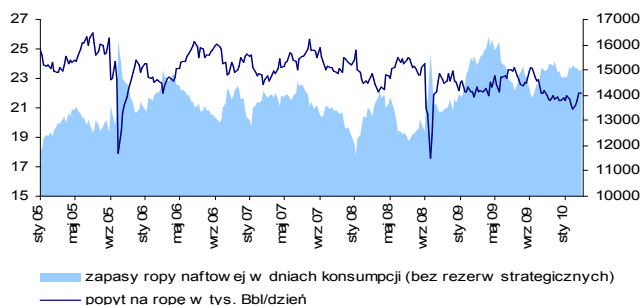
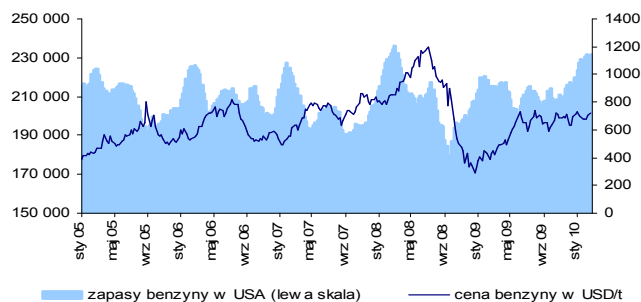
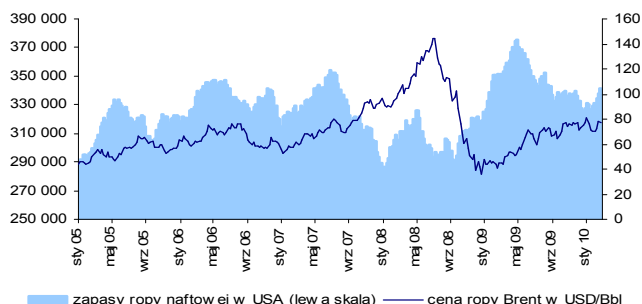
Wykup zapasów obowiązkowych rozłożony na lata?

Według wypowiedzi przedstawicieli Ministerstwa Gospodarki, prace nad zmianą ustawy o zapasach obowiązkowych zmierzają obecnie w kierunku pomysłu rozłożenia wykupu tych rezerw na 10 lat i sfinansowanie tego procesu przez dodatkową opłatę uwzględnioną w cenie paliwa na poziomie około 4 groszy za litr. Na pewno realizacja takiego scenariusza byłaby rozczarowująca. Proponowana dodatkowa opłata na poziomie 4 groszy na litrze dla samej tylko benzyny i diesla przynosiłaby roczne wpływy na poziomie 760-800 mln PLN, tak więc wystarczałyby jedynie na wykup 10% zapasów, bez uwzględnienia kosztów ich składowania które musiałaby ponosić państwowa agencja (zapasy obowiązkowe tylko polskich rafinerii można dzisiaj szacować na 8,6 mld PLN). Kluczową kwestią dla Lotosu będzie podejście nowych przepisów do tworzenia dodatkowych zapasów w przyszłości w przypadku wzrostu sprzedaży po uruchomieniu instalacji 10+.

Rafinerie zwiększają produkcję, rośnie konsumpcja diesla

Według danych Departamentu Energii zapasy ropy w USA wzrosły w lutym aż o 3,8%, ale było to głównie spowodowane wyższym poziomem średniego dziennego importu, gdyż popyt ze strony rafinerii uległ w tym okresie wyraźnemu zwiększeniu. Wskaźnik wykorzystania mocy przerobowych wzrósł o ponad 4 punkty procentowe. Producenci paliw zareagowali w ten sposób na rosnący popyt konsumentów, zarówno jeśli chodzi o benzynę (+1,7%) jak i średnie destylaty (+1,9%). Te odczyty wyglądają obiecująco, tym bardziej że w lutym panowały trudne warunki pogodowe. Pozwoliło to na ponad 3% spadek rezerw średnich destylatów. Zapasy benzyny w tym czasie co prawda wzrosły o 1,7%, ale prawdopodobnie spodziewana poprawa warunków drogowych w marcu zmieni bilans również w przypadku tego paliwa.

Zapasy ropy i benzyny w USA



Źródło: opracowanie DI BRE na podstawie Departamentu Energii



Ciech (Trzymaj)

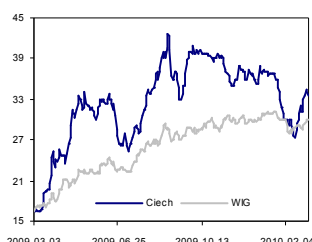
Cena bieżąca: 33,6 PLN

Cena docelowa: 39,9 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-03

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 787,1	3 685,8	-2,7%	3 810,0	3,4%	4 193,0	10,1%	Liczba akcji (mln)	28,0
EBITDA	449,9	400,2	-11,1%	450,3	12,5%	528,9	17,4%	MC (cena bieżąca)	940,8
marża EBITDA	11,9%	10,9%		11,8%		12,6%		EV (cena bieżąca)	2 645,4
EBIT	246,7	171,2	-30,6%	210,0	22,7%	275,0	31,0%	Free float	35,6%
Zysk netto	-41,9	-56,8	35,5%	70,3		108,2	54,0%		
P/E				13,4		8,7		Zmiana ceny: 1m	11,6%
P/CE	5,8	5,5		3,0		2,6		Zmiana ceny: 6m	-9,0%
P/BV	1,1	1,1		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	103,6%
EV/EBITDA	5,8	6,3		5,9		5,2		Max (52 tyg.)	42,7
Dyid (%)	6,2	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	16,4



W ostatnich tygodniach Ciech odrobił znaczną część strat z poprzedniego miesiąca spowodowanych opóźniającym się procesem prywatyzacji i doniesieniami o niskich cenach w złożonych w MSP ofertach. Wyniki za 4Q nie przyniosły jednak przełomowych sygnałów i wsparcia dla dalszych wzrostów kursu. Wydaje się, że obserwowana w ostatnich miesiącach poprawa marż w segmencie organicznym nieco przyhamowała, a spadające ceny sody trudno będzie zneutralizować zwiększonym wolumenem. W wynikach 1Q'10 można co prawda liczyć na księgowe rozpoznanie przychodów ze sprzedaży kawern (nawet 20 mln PLN), ale będą miały one niegotówkowy charakter, gdyż przepływy z tej transakcji pojawiły się już w 2009 roku. W najbliższym czasie dokonamy rewizji naszych prognoz i wyceny dla Spółki. Do tego czasu utrzymujemy neutralną rekomendację.

Wysoka strata operacyjna w 4Q- efekt ujemnego salda na pozostałej działalności

W 4Q'09 Ciech zanotował wysoką stratę operacyjną, podczas gdy nasza prognoza, podobnie jak konsensus, zakładała lekki zysk na tym poziomie. Głównym powodem tego negatywnego odchylenia jest wysokie ujemne saldo na pozostałej działalności operacyjnej (-30 mln PLN), alokowane głównie w segmentach agrochemicznym i organicznym (rezerwa środowiskowa w Zachemie, rezerwa związana z wycofaniem się kontrahenta z transakcji zakupu wagonów i inne mniejsze korekty księgowe). Interpretacja wyników poszczególnych segmentów niestety nie jest możliwa, gdyż Ciech zdecydował się na zmianę zasad rachunkowości dotyczącą transakcji hedgingowych (zrezygnowano z rachunkowości zabezpieczeń i stąd wyniki segmentów z 1-3Q 2009 zostały zmienione, a w raporcie Spółka przedstawia w tym ujęciu tylko wyniki za cały 2009). Na poziomie działalności finansowej saldo wyniosło -36 mln PLN, czyli zgodnie z oczekiwaniami na poziomie -33 mln PLN. Strata netto wyniosła -49 mln PLN, co było efektem zaksięgowania ujemnego podatku w kwocie 17 mln PLN. Sytuacja bilansowa Ciechu w 4Q nie uległa istotnym zmianom q/q. Dług netto utrzymał się na poziomie 1,5 mld PLN, gdyż wydatki inwestycyjne na poziomie 52 mln PLN zostały zneutralizowane przez dodatnie saldo przepływów z działalności operacyjnej w kwocie 70 mln PLN (efekt spadku poziomu należności).

Prywatyzacja dopiero po umowie z bankami

Nafta Polska oświadczyła, że powróci do negocjacji z trzema podmiotami zainteresowanymi nabyciem akcji Ciechu dopiero po podpisaniu przez Spółkę porozumienia z bankami. Deklaracja ta nie powinna być zaskoczeniem, gdyż umowa z bankami wyeliminuje ważne ryzyko inwestycji w Ciech i powinna pozwolić na poprawę pozycji negocjacyjnej sprzedającego.



Lotos (Trzymaj)

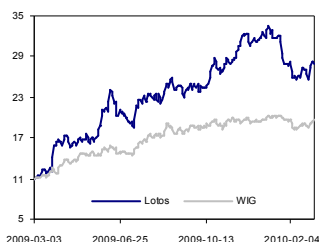
Cena bieżąca: 28 PLN

Cena docelowa: 26,5 PLN

Analityk: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-02

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	16 294,7	14 320,5	-12,1%	17 438,7	21,8%	23 976,6	37,5%	Liczba akcji (mln)	129,9
EBITDA	169,2	724,1	328,0%	805,9	11,3%	1 438,6	78,5%	MC (cena bieżąca)	3 636,5
marża EBITDA	1,0%	5,1%		4,6%		6,0%		EV (cena bieżąca)	9 930,1
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		4,1		9,3		6,3		Zmiana ceny: 1m	0,0%
P/CE		3,1		4,9		2,7		Zmiana ceny: 6m	14,0%
P/BV	0,6	0,5		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	144,8%
EV/EBITDA	40,1	12,4		12,3		7,7		Max (52 tyg.)	33,5
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	11,3



Od naszej ostatniej rekomendacji kurs akcji Lotosu spadł o 13,9% i dlatego przy nieznacznie tylko zmienionej cenie docelowej na poziomie 26,5 PLN podwyższyliśmy naszą rekomendację z redukuj do trzymaj (raport z dnia 02.03.2010). Opublikowane w ostatnich dniach wyniki kwartalne nie stanowią w naszej opinii podstawy do istotnej weryfikacji prognoz na rok 2010 na poziomie EBITDA LIFO, gdyż część pozytywnych efektów widocznych w 2H'09 może się nie powtórzyć w takiej skali. Wolniejsze niż zakładaliśmy odbudowywanie się cracków na oleju napędowym skłania nas z kolei do rewizji zysków rafinerii w latach 2011-12. Zwracamy również uwagę, że pozytywna perspektywa wykupu zapasów obowiązkowych wydaje się nieco oddalać.

4Q- Słabszy upstream, lepsza rafineria + efekty jednorazowe

Skonsolidowane wyniki operacyjne Lotosu okazały się być zgodne z naszymi oczekiwaniami i nieco gorsze od rynkowego konsensusu. Struktura EBIT odbiega jednak od naszych szacunków. Negatywne zaskoczenie pojawiło się w segmencie wydobywczym, który wypracował stratę rzędu -3 mln PLN (po uwzględnieniu korekty konsolidacyjnej sięgnęła ona nawet -16 mln PLN) vs nasza prognoza 45,8 mln PLN, co jest tym bardziej zaskakujące, że przerób ropy z Petrobalticu sięgnął aż 122 tys. ton vs zakładane 94,9 tys. ton, ale Zarząd tłumaczy to faktem, że przerób ropy Rozewie miał miejsce w grudniu i tylko 35 tys. zostało sprzedane jako produkty gotowe. Negatywnie rezultat został dodatkowo zainfekowany odpisami na nakłady poszukiwawcze w kwocie -25 mln PLN, ale i tak w całym roku segment wydobywczy przy przychodach rzędu 235 mln PLN (wydobycie 200 tys. ton, przerób w rafinerii 158 tys. ton) wypracował EBIT na poziomie 21 mln PLN (skorygowany). Segment rafineryjny tymczasem osiągnął aż 100 mln PLN zysku operacyjnego przy zwiększonej już amortyzacji (+13 mln PLN q/q) vs oczekiwane 38 mln PLN. Efekt LIFO był zgodny z naszymi szacunkami (81,8 mln PLN vs 83 mln PLN), co tym bardziej sugeruje wysoką jakość zaprezentowanego wyniku. Na poziomie działalności finansowej saldo było dodatnie i wyniosło 151 mln PLN vs oczekiwane przez nas 37 mln PLN. Główne przyczyny odchylenia to rozwiązanie rezerw na Energobaltic i przeszacowanie wartości tej firmy (układ z wierzycielami) w kwocie 62 mln PLN oraz pozostałe dodatnie różnice kursowe w kwocie 89 mln PLN. Ostateczny zysk netto wyniósł aż 223 mln PLN, na co wpływ miał również niski podatek na poziomie 12 mln PLN. W 4Q saldo przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej było dodatnie i wyniosło 43 mln PLN, mimo ujemnej kontrybucji kapitału obrotowego (spadek zobowiązań i wzrost zapasów przy neutralizującym wpływie obniżonych należności). Wydatki inwestycyjne sięgnęły 540 mln PLN i były głównie związane z programem 10+, którego realizacja wynosi już 94%. Wykorzystanie kredytów na płatności z tytułu tego projektu na koniec grudnia wynosiło 81,8%. Dług netto w ujęciu q/q wzrósł o 400 mln PLN do poziomu 5,33 mld PLN.

Lista chętnych na pakiet MSP

Według prasowych doniesień oprócz Jana Kulczyka i Tamił, zakupem akcji Lotosu od MSP zainteresowane są CNPC (chiński koncern naftowy), Lukoil oraz azerski Socar. Minister Waldemar Pawlak stwierdził, że MSP mógłby zejść w akcjonariacie do podobnego stanu posiadania co w Orlenie, czyli 27%. Nikt oczywiście jeszcze nie złożył konkretnej oferty, gdyż resort skarbu rozpocznie proces najwcześniej w czerwcu po zmianie strategii dla sektora paliwowego. Na razie do tych zapowiedzi podchodzimy z dystansem i podtrzymujemy opinię, iż zakup pakietu mniejszościowego z utrzymaniem przez MSP roli decydującego akcjonariusza nie będzie atrakcyjny z punktu widzenia inwestora branżowego.

Wiceprezes o wynikach 2010

Według wiceprezesa Mariusza Machajewskiego wynik operacyjny Grupy Lotos za 2010 może być zbliżony do wyniku 2009 roku lub trochę lepszy. Spółka powinna wypłacać dywidendę poczynając od podziału zysku za rok 2011. Zarząd oczekuje, że warunki makro w 1H2010 będą



zbliżone do 2H2009, a poprawy można spodziewać się w 2H'2010. Zapowiadany EBIT 2010 jest zbliżony do naszych oczekiwań (zakładamy 457 mln PLN vs 424 mln PLN w 2009). Przypominamy jednak, że w roku 2009 głównym składnikiem wyniku operacyjnego był dodatni efekt przeszacowania zapasów.

EBIT w 1Q'10 zbliżony do 4Q'09?

Według wiceprezesa Mariusza Machajewskiego wynik operacyjny Lotosu w 1Q'10 powinien być zbliżony do 86 mln PLN osiągniętych w 4Q'09. Naszym zdaniem ten cel nie będzie łatwy do zrealizowania z uwagi na fakt, iż wynik 4Q w dużej mierze budował efekt LIFO na poziomie 82 mln PLN. Można co prawda spodziewać się rozpoznania marży wydobywczej, która ze względu na brak sprzedaży produktów bazujących na ropie z Petrobalticu (około 90 tys. ton) była wyłączona w 4Q, ale pozytywny wpływ z tego tytułu wyniesie około 40 mln PLN. Dodatkowo uwzględnić należy również fakt negatywnego odpisu na odwierty, który obniżył wynik 4Q o 25 mln PLN, ale przy sezonowo niskiej sprzedaży zyskownych obecnie asfaltów będzie ciężko osiągnąć w 1Q'10 86 mln PLN zysku operacyjnego bez wzrostów cen ropy.



PGNiG (Kupuj)

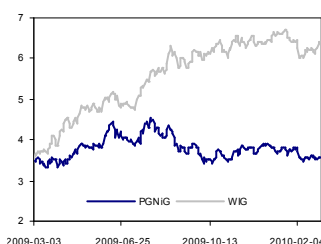
Cena bieżąca: 3,55 PLN

Cena docelowa: 4,11 PLN

Analitik: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-05

(mIn PLN)	2008	2009P	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	18 432,0	18 774,1	1,9%	18 794,6	0,1%	20 147,7	7,2%	Liczba akcji (mln)	5 900,0
EBITDA	2 225,6	2 430,3	9,2%	4 109,7	69,1%	3 884,0	-5,5%	MC (cena bieżąca)	20 945,0
marża EBITDA	12,1%	12,9%		21,9%		19,3%		EV (cena bieżąca)	21 206,0
EBIT	800,7	951,5	18,8%	2 391,9	151,4%	2 128,3	-11,0%	Free float	15,3%
Zysk netto	865,3	832,9	-3,7%	1 937,8	132,7%	1 708,9	-11,8%		
P/E	24,2	25,1		10,8		12,3		Zmiana ceny: 1m	-7,1%
P/CE	9,1	9,1		5,7		6,0		Zmiana ceny: 6m	-6,6%
P/BV	1,0	1,0		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	0,0%
EV/EBITDA	9,2	9,0		5,2		5,7		Max (52 tyg.)	4,6
Dyid (%)	5,4	2,5		2,1		4,6		Min (52 tyg.)	3,3



Zaprezentowane ostatnio przez Zarząd bardzo dobre dane o sprzedaży za 1Q utrzymują nas w przekonaniu, że konsensusowe prognozy wyników dla Spółki na rok 2010 są mocno niedoszacowane. W naszej opinii bardzo korzystne relacje taryfy i cen gazu importowanego mogą przyczynić się do pozytywnych zaskoczeń w segmencie obrotu. W drugim półroczu należy oczywiście oczekiwać pogorszenia spreadów w tym zakresie, ale i tak jednostkowa strata na gazie z importu będzie niższa od średniej z ostatnich lat, nie wspominając o poziomach z przełomu 2008/09, kiedy PGNiG notowało najsłabsze wyniki. Ewentualna podwyżka taryfy lub umocnienie złotego będą oznaczały potencjał podwyższenia naszej wyceny. Z uwagi na słabsze zachowanie kursu akcji w ostatnich tygodniach, podnosimy naszą rekomendację z akumuluj do kupuj.

Wniosek taryfowy i dobre dane o sprzedaży

Wiceprezes Mirosław Dobrut poinformował, że w złożonym wniosku taryfowym wnioskuję o 10% podwyżkę ceny hurtowej na okres 6 miesięcy począwszy od kwietnia (URE twierdzi, że w złożonym wniosku podwyżka przekracza 10%, co być może ma związek z wnioskowanymi podwyżkami w części dystrybucyjnej). Wiceprezes powiedział również, że w 1Q'2010 Spółka spodziewa się wzrostu sprzedaży wolumenowej w ujęciu r/r o około 400 mln m³. W samym styczniu wzrost sięgnął 230 mln m³, a w lutym 100 mln m³. PGNiG cały czas realizuje dodatnie marże na gazie z importu. Tymczasem Urząd Regulacji Energetyki uznał, że wniosek PGNiG w sprawie 10% podwyżki hurtowej taryfy wymaga uzupełnienia i poprawek. Postulowany wzrost cen nie jest wystarczająco uzasadniony, a dodatkowo z taryfy powinny zostać usunięte zapisy o nierównym traktowaniu odbiorców. W tym kontekście nowy cennik nie wejdzie prawdopodobnie z początkiem kwietnia. W naszym modelu zakładamy utrzymanie obecnej taryfy gazowej na niezmiennym poziomie do końca 2010 roku, mimo rosnącego trendu w cenie gazu rosyjskiego. Ujemny spread w tym konserwatywnym scenariuszu (przy aktualnym kursie USD/PLN) nie przekroczy jednak 80 PLN/tys. m³, co oznacza że nadal Spółka będzie osiągać dodatni wynik w segmencie obrotu i w całym roku wypracuje ponad 2 mld PLN zysku netto. Każda decyzja o podwyżce taryf będzie więc informacją wspierającą kurs. Dane o sprzedaży za 1Q wyglądają obiecująco (aż 5 mld m³ gazu przy dodatnim spreadzie importowym) i również skłaniają ku rewizji prognoz w górę.

Police spłaciły I-szą transzę długów wobec PGNiG

Prezes Polic Zbigniew Miklewicz zapewnił, że mimo przedłużającej się procedury przyznania Spółce środków na ratowanie od ARP, Police zgodnie z zawartym z PGNiG porozumieniem zapłaciły gazowemu koncernowi I-szą transzę zaległych należności za surowiec, a od lutego już płać rachunki terminowo. Przypominamy, że grudniowe porozumienie zakładało, że zaległe płatności w kwocie przekraczającej 133 mln PLN zostaną uregulowane do 30 czerwca 2010, z tym że 10 mln PLN Police spłacać do końca marca, a do końca stycznia uregulują płatności za faktury za listopad i grudzień. Strony podpisały ponadto aneks do porozumienia, który zakłada że chemiczna spółka spłaci zaległe należności za surowiec odebrany w styczniu do 5 marca 2010 wraz z odsetkami ustawowymi. Deklaracja Prezesa Polic oznacza, że PGNiG nie powinno mieć podstaw do zawiązywania istotnych rezerw na należności od chemicznej spółki w sprawozdaniu rocznym.

Emisja obligacji na 3 mld PLN

PGNiG podpisało umowę z sześcioma bankami dotyczącą organizacji programu obligacji do kwoty 3 mld PLN wraz z gwarancjami objęcia tej emisji. Obligacje w dużej mierze posłużą jako refinansowanie wygasającej w lipcu 2010 linii kredytowej na 600 mln EUR. Obecnie Spółka wykorzystuje ją tylko w części (1,4 mld PLN z 2,7 mld PLN), a dług netto na koniec 3Q'09 wynosił 970 mln PLN. Emisja była zapowiadana już wcześniej.

Wiceprezes o inwestycjach i odwróceniu odpisów

Wiceprezes Sławomir Hinc zapowiedział, że PGNiG zamierza z emisji obligacji na rynku krajowym i za granicą pozyskać w tym roku 4,5-5 mld PLN środków na inwestycje. Spółka rozmawia również na temat kredytu na finansowanie działalności wydobywczej w Norwegii na 400 mln USD. Prezes nie wykluczył, że Spółka zaangażuje się w inwestycje kapitałowe w sektorze energetycznym, gdyż chce szybko zbudować ekspozycję w tym obszarze. Poinformowała również, że obecnie PGNiG prowadzi testy na utratę wartości aktywów i niewykluczone że w raporcie rocznym zdecyduje się na odwrócenie części odpisów w segmencie dystrybucyjnym z roku 2007, kiedy obciążyły one wynik na 1,3 mld PLN. Zapowiedź odwrócenia części odpisów jest neutralna dla wyceny, ale powinna rozwiązać obawy o ewentualny negatywny efekt odpisów na EuRoPolGaz. W naszej opinii bazując na przepływach pieniężnych jakie przy zapowiadanym poziomie 20 mln PLN zysku netto powinien realizować właściciel polskiej nitki rurociągu nie ma jednak podstaw do odpisów wartości udziałów należących do PGNiG. Przypominamy, że wartość aktywów EuRoPolGazu wynosi 6 mld PLN, stąd wysokość amortyzacji można szacować na ponad 300 mln PLN.

Decyzja w sprawie Energi jeszcze nie podjęta

Wiceprezes PGNiG Radosław Dudziński powiedział, że Spółka w dalszym ciągu rozważa złożenie oferty w przetargu na Energe, który ma być ogłoszony w 2Q tego roku i rozstrzygnięty jeszcze w 3Q. W przypadku realizacji tej akwizycji (finansowanej głównie długiem) Zarząd będzie rekomendował niewypłacanie dywidendy z zysku za 2009 rok. Prezes Dudziński poinformował również, iż tegoroczny budżet inwestycyjny wyniesie około 5 mld PLN. Około 800 mln PLN przeznaczone zostanie na działalność poszukiwawczą, 2 mld PLN na zagospodarowanie złóż, 1,2 mld PLN na magazyny, a 1 mld PLN na dystrybucję. Ocena ewentualnej oferty na Energe będzie możliwa gdy poznamy więcej szczegółów. Plany inwestycyjne wydają się dość ambitnie, ale wydaje się że podobnie jak w poprzednim roku trudno będzie je w pełni zrealizować. Założenia na 2009 rok również zakładały capex na poziomie 5 mld PLN, a po 3 kwartałach wynosił on 2,8 mld PLN.



PKN Orlen (Akumuluj)

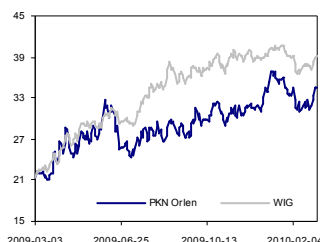
Cena bieżąca: 34,6 PLN

Cena docelowa: 38,2 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-02-03

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	79 535,2	67 928,0	-14,6%	80 186,0	18,0%	86 149,2	7,4%	Liczba akcji (mln)	427,7
EBITDA	887,6	3 665,0	312,9%	4 121,0	12,4%	4 709,0	14,3%	MC (cena bieżąca)	14 798,7
marża EBITDA	1,1%	5,4%		5,1%		5,5%		EV (cena bieżąca)	31 132,4
EBIT	-1 603,8	1 097,0		1 456,4	32,8%	1 839,2	26,3%	Free float	67,3%
Zysk netto	-2 505,7	1 308,7		1 376,4	5,2%	1 370,7	-0,4%		
P/E		11,3		10,8		10,8		Zmiana ceny: 1m	0,1%
P/CE		3,8		3,7		3,5		Zmiana ceny: 6m	20,0%
P/BV	0,8	0,8		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	55,5%
EV/EBITDA	33,9	7,6		7,6		6,7		Max (52 tyg.)	36,8
Dyid (%)	4,7	0,0		0,0		1,8		Min (52 tyg.)	21,0



Rosnące marże rafineryjne oraz obserwowana w ostatnich dniach wyraźna poprawa w zakresie dyferencjału Ural/Brent powinny wspierać kurs Orlenu. Przeprowadzone przez Zarząd procesy optymalizacji kapitału obrotowego i zapowiedź transakcji na zapasach obowiązkowych przekonały rynek, że Spółka ma bardzo duży potencjał poprawy struktury finansowania i ryzyko złamania kowenantów kredytowych w kolejnych okresach zostało zminimalizowane. Teraz należy oczekiwać powrotu niższych marż kredytowych, gdyż obecne podwyższone spready miały charakter karencyjny. Zwracamy uwagę, że ze względu na rafinerię w Możejkach, Orlen stanowi znacznie lepszą ekspozycję na poprawiające się makro rafineryjne niż Lotos. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Wyniki 4Q zgodne z podanymi wstępnymi szacunkami

Wynik operacyjny Orlenu w 4Q wyniósł 334 mln PLN, czyli nieco więcej niż zakładaliśmy, ale nie odbiega to od kwoty jakiej można się było spodziewać po ogłoszeniu przez Spółkę komunikatu o szacunkowych danych operacyjnych. Segment rafineryjny wypracował 333 mln PLN zysku operacyjnego (nasze szacunki to 168 mln PLN) przy efekcie przeszacowania zapasów na poziomie 163 mln PLN (nasza prognoza 254 mln PLN). Oznacza to że EBIT LIFO na tej działalności wyniósł 170 mln PLN, podczas gdy my spodziewaliśmy się straty -126 mln PLN. Odchylenie to częściowo spowodowane jest zyskami ze sprzedaży uprawnień emisyjnych CO₂ (+62 mln PLN r/r) oraz raportowanymi oszczędnościami na poziomie 140 mln PLN. Segment detaliczny wypracował 207 mln PLN, co było zgodne z naszymi prognozami (212 mln PLN). Zawiódł nieco segment petrochemiczny, który zanotował stratę operacyjną rzędu -17 mln PLN (prognoza +50 mln PLN) mimo prawie 50 mln PLN pozostałych przychodów z tytułu sprzedaży uprawnień CO₂. Koszty nieprzypisane wyniosły 189 mln PLN vs 263 mln PLN w 4Q'08, a ich spadek to przede wszystkim efekt mniejszych rezerw na świadczenia pracownicze. W komunikacie o szacunkowych danych operacyjnych Spółka informowała, że efekt zdarzeń jednorazowych wyniesie około +300 mln PLN, a tymczasem typowe one-offy, czyli sprzedaż CO₂ to tylko 128 mln PLN. Pozostała część tej kwoty to oszczędności kosztowe i optymalizacja wydatków. Biorąc pod uwagę tylko CO₂ to oczyszczony EBIT LIFO Orlenu w 4Q wyniósłby 43 mln PLN vs szacowane przez nas 33 mln PLN. Na poziomie działalności finansowej saldo było ujemne i wyniosło -64 mln PLN (już po uwzględnieniu zysku z Polkomtela), podczas gdy my oczekiwaliśmy +276 mln PLN. Możliwe duże odchylenie na tym poziomie sygnalizowaliśmy już jednak po opublikowaniu przez Spółkę szacunkowych danych na początku miesiąca, kiedy to informowała o wysokich ujemnych różnicach kursowych na zobowiązaniach w związku z osłabieniem złotego w grudniu. Ostatecznie po uwzględnieniu ujemnego podatku w kwocie 14 mln PLN i straty przyporządkowanej udziałowcom mniejszościowym (19 mln PLN) zysk netto Spółki wyniósł w 4Q 302 mln PLN.

Znaczny spadek zadłużenia na koniec roku

Na uwagę w raporcie za 4Q zasługuje wygenerowanie wysokich dodatnich przepływów z działalności operacyjnej w kwocie 2,9 mld PLN, co było możliwe głównie dzięki optymalizacji kapitału obrotowego, głównie należności i zobowiązań (odpowiednio +1 mld PLN i +1,25 mld PLN). Pozostaje oczywiście pytanie o trwałość tych zmian, w szczególności jeśli chodzi o należności (cykl obrotu nie notowany do tej pory), bo zobowiązania wróciły do poziomu z 2Q. Dzięki tym przepływom oraz wpływom ze sprzedaży uprawnień CO₂ (702 mln PLN- transakcja polegała na sprzedaży praw za ponad 700 mln PLN przy jednoczesnym zawiązaniu rezerw na konieczność dokupienia certyfikatów na 590 mln PLN- stąd wynik operacyjny na tej transakcji wyniósł łącznie 128 mln PLN) Orlen zmniejszył dług netto na koniec roku o 3,4 mld PLN do poziomu 10,3 mld PLN, co implikuje wskaźnik długu do EBITDA na bezpiecznym poziomie 2,5. Wydaje się, że jest to najważniejsza pozytywna informacja płynąca z raportu za 4Q, choć pozostają wątpliwości na ile poprawa kapitału obrotowego będzie trwała.

Możejki na sprzedaż?

Według doniesień prasowych rozmowy Orlenu z władzami litewskimi dotyczące przekazania kontroli operacyjnej nad terminalem naftowym w Kłajpedzie zakończyły się fiaskiem i obecnie polski koncern zdecydował o przyspieszeniu działań restrukturyzacyjnych w tej spółce. Nieoficjalnie przedstawiciele Orlenu przyznają, że rozpoczęli już sondowanie politycznych skutków ewentualnej sprzedaży litewskiej rafinerii. Podobno polski koncern rozważa sprzedaż mniejszościowego pakietu rafinerii i najpoważniejszym kandydatem są koncerny rosyjskie (zainteresowanie wyraził TNK/BP). Prasa spekulowała również o możliwości wymiany akcji Możejek na akcję MOL-a z Surgutneftgazem. Podtrzymujemy naszą opinię, iż sprzedaż 100% udziałów w Możejkach nie wchodzi w grę, ale wejście rosyjskiego inwestora branżowego na pakiet mniejszościowy i umowa na usługowy przerób ropy to realny scenariusz, który mógłby być pozytywny dla polskiego koncernu i być może wznowić rozmowy o przywróceniu dostaw ropy Przyjaźnią. Przypominamy, że Orlen zakupił rafinerię w Możejkach za łączną kwotę około 8,3 mld PLN. Do tej pory aktywa netto Możejek zostały pomniejszone o odpisy aktualizacyjne na łączną kwotę 2,5 mld PLN, tak więc dzisiaj w skonsolidowanym sprawozdaniu można je szacować na około 5,8 mld PLN.

Są chętni na spółki transportowe

Według prasowych doniesień poszerza się grono zainteresowanych zakupem od Orlenu spółek odpowiedzialnych za przewozy kolejowe i samochodowe Koltrans i Orlen Transport. Obok PKP Cargo, ofertę podobno złożyła słowacka firma Sped-Trans Levice, a wśród potencjalnych nabywców wymienia się również DB Schenker oraz CTL Rail. Decyzja w sprawie tej dezinwestycji ma w Orlenie zapaść prawdopodobnie w marcu, a ewentualna transakcja byłaby możliwa w drugiej połowie roku. Wartość księgowa tych aktywów według naszych szacunków wynosi około 120 mln PLN, ale wartość transakcji może być większa.

Wiceprezes o Anwilu i zapasach obowiązkowych

Wiceprezes Sławomir Jędrzejczyk poinformował, że w ciągu kilku tygodni powinien zostać wybrany inwestor z którym będą prowadzone ostateczne negocjacje w sprawie sprzedaży Anwilu. Zaproponowane ceny są podobno obiecujące, ale odbiegają od pierwotnych oczekiwań Orlenu. Nadal jest jednak szansa, że w toku tych rozmów strony dojdą do porozumienia i w 2Q transakcja będzie sfinalizowana. Obniżenie zadłużenia w 4Q i spełnienie warunków kredytowych z dużym buforem bezpieczeństwa nie skłania jednak Orlenu do sprzedaży aktywów po niesatysfakcjonującej cenie. Spółka prowadzi ponadto rozmowy z jednym z banków o odkupieniu części rezerw obowiązkowych do kwoty 1 mld PLN (polskie zapasy obowiązkowe Orlenu to 5,4 mld PLN). Transakcja byłaby zgodna z obowiązującymi regulacjami, gdyż koncern otrzymałby bezwarunkową opcję odkupienia surowca i tym samym miałby udokumentowany dostęp do odpowiedniego poziomu rezerw. Nadal Spółka oczekuje natomiast na decyzje rządu w sprawie nowej ustawy o zapasach obowiązkowych, która powinna zapaść w połowie roku. Wydaje się, że w obecnej sytuacji nie ma presji szybkiej finalizacji zapowiadanych dezinwestycji, co powinno sprzyjać tym procesom (wskaźnik długu netto do EBITDA wyniósł 2,5, czyli marża na kredytach okresowo zwiększona po złamaniu kowenantów w zeszłym roku powinna wrócić do poprzedniego niższego poziomu). Analizowana odsprzedaż zapasów bankowi z zachowaniem opcji call rzeczywiście doprowadziłaby do spadku zadłużenia netto (zamiana zapasów na gotówkę i zmniejszenie kosztów finansowych- prowizja za opcję ma być niższa od odsetek), ale uzyskane w ten sposób środki pieniężne miałyby status „ograniczonej dyspozycyjności” i nie zmieniłyby wyceny Orlenu. Dopiero ich wykup przez państwową agencję zmieniłby ocenę tych aktywów przez rynek.



Police (Redukuj)

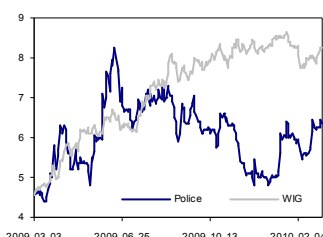
Cena bieżąca: 6,37 PLN

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)	477,8
marża EBITDA	9,6%	-22,0%		3,7%		5,7%		EV (cena bieżąca)	835,1
EBIT	164,0	-407,5		-6,1	-98,5%	50,5		Free float	26,2%
Zysk netto	28,7	-422,1		-12,3	-97,1%	25,9			
P/E	16,6					18,5		Zmiana ceny: 1m	7,4%
P/CE	5,0			7,4		4,8		Zmiana ceny: 6m	-4,9%
P/BV	0,5	0,9		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	36,7%
EV/EBITDA	2,1			11,8		6,7		Max (52 tyg.)	8,3
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	4,4



Publikacja dobrych pod względem sprzedażowym wyników za 4Q i zapowiedź wyjścia na „zero” w 1Q'2010 poprawiła sentyment inwestorów do Spółki. W naszej opinii nie oznacza to jednak szybkiego powrotu zysków w kolejnych kwartałach i rozwiązania wszystkich problemów Polic. Oczekujemy presji na marżę ze strony rosnących cen surowców oraz odłożonych kosztów remontowych. Dodatkowo uporządkowanie sytuacji bilansowej na poziomie kapitału obrotowego będzie oznaczało pojawienie się wysokiego zadłużenia netto i premii na wskaźnikach EV/EBITDA w szczególności do polskich spółek chemicznych. Podtrzymujemy rekomendację redukuj.

4Q'09- Wyższe przychody, ale nadal daleko od break even

Police w 4Q'09 zaskoczyły pozytywnie na poziomie przychodów, co było możliwe dzięki znacznie wyższej niż oczekiwaliśmy sprzedaży wolumenowej nawozów (334 tys. ton vs 220 tys. ton), przede wszystkim kategorii NPK. Wzrost popytu przy niższych cenach pozwolił na obniżenie poziomu zapasów o 68 mln PLN. Wyższe przychody nie zmieniły jednak istotnie obrazu rentowności i Spółka zanotowała 60 mln PLN straty operacyjnej. Marża uwzględnia już odwrócenie odpisów surowców i produktów na ponad 88 mln PLN, tak więc raport za 4Q nie zmienia w naszej opinii perspektywy na rok 2010, w którym EBIT Polic będzie oscylował w okolicach zera. W ostatnim kwartale roku Spółka dokonała również pewnych przeszacowań na poziomie odpisu z tytułu testu na utratę wartości aktywów, a mianowicie zwiększono odpis w segmencie nawozowym o 37 mln PLN, zmniejszając jednocześnie odpis w segmencie bieli tytanowej o 43 mln PLN, co stwarza mylne wrażenie istotnej poprawy rentowności na tej działalności. Koszty stałe udało się obniżyć w ujęciu q/q o 10 mln PLN, ale może mieć to związek z zaksięgowaniem rozwiązaniem rezerw na świadczenia emerytalne na 10,5 mln PLN, co obniżyło koszty wynagrodzeń. Na poziomie netto strata jest znacznie wyższa od oczekiwań, ale ma to związek z zaksięgowaniem 49,7 mln PLN podatku- prawdopodobnie efekt rozpoznania zwrotów nadpłaty z II-go i III-go kwartału. Na poziomie bilansu pozytywnie należy ocenić spadek zadłużenia netto z tytułu kredytów w ujęciu q/q o 90 mln PLN do 35,7 mln PLN, co było możliwe dzięki pozytywnemu saldu na kapitale obrotowym (spadek zapasów o 68 mln PLN i wzrost zobowiązań 134 mln PLN). W wyniku umocnienia złotego oraz zamknięcia części pozycji zabezpieczających, zobowiązania z tytułu hedgingu obniżyły się do poziomu 27,1 mln PLN vs 76,5 mln PLN w 3Q'09. Zwracamy jednak uwagę, że pozycję zadłużenia Spółki należy rozpatrywać w kontekście zobowiązań przeterminowanych, które w 4Q prawdopodobnie istotnie się zwiększyły.

Police spłaciły I-szą transzę długów wobec PGNiG

Prezes Polic Zbigniew Miklewicz zapewnił, że mimo przedłużającej się procedury przyznania Spółce środków na ratowanie od ARP, Police zgodnie z zawartym z PGNiG porozumieniem zapłaciły gazowemu koncernowi I-szą transzę zaległych należności za surowiec, a od lutego już płać rachunki terminowo. Przypominamy, że grudniowe porozumienie zakładało, że zaległe płatności w kwocie przekraczającej 133 mln PLN zostaną uregulowane do 30 czerwca 2010, z tym że 10 mln PLN Police spłacą do końca marca, a do końca stycznia uregulują płatności za faktury za listopad i grudzień. Strony podpisały ponadto aneks do porozumienia, który zakłada że chemiczna spółka spłaci zaległe należności za surowiec odebrany w styczniu do 5 marca 2010 wraz z odsetkami ustawowymi. Deklaracja Prezesa Polic oznacza, że PGNiG nie powinno mieć podstaw do zawiązywania istotnych rezerw na należności od chemicznej spółki w sprawozdaniu rocznym.

Nowe porozumienie o współpracy z Puławami

ZCH Police i ZA Puławy podpisały nowe porozumienie o współpracy, która będzie dotyczyć działań w obszarze logistyki i projektów rozwojowych. Firmy chcą opracować program działań operacyjnych obejmujących wspólne inicjatywy, m.in. w zakresie optymalizacji procesów



produkcyjnych, inwestycyjnych i remontowych. Następnym etapem współpracy mają być inicjatywy z obszaru handlowego, obejmującego zakupy surowców i sprzedaż produktów. Jest to kolejna umowa o współpracy, tak więc do tych zapowiedzi podchodzimy z rezerwą.

Wiceprezes odwołany

Rada Nadzorcza Polic odwołała ze stanowiska wiceprezesa ds. handlu Pana Bogusława Kokotowskiego. W ostatnich tygodniach to pracownicy Spółki postulowali o zmiany w Zarządzie. Prezes Zbigniew Miklewicz pozostał na swoim stanowisku.



ZA Puławy (Trzymaj)

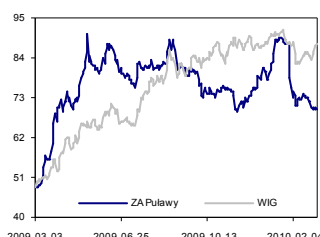
Cena bieżąca: 69,8 PLN

Cena docelowa: 72,05 PLN

Analitik: Kamil Kliszc

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)	1 334,2
marża EBITDA	17,0%	6,9%		8,4%		14,3%		EV (cena bieżąca)	1 349,8
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	6,9	19,7		16,2		5,9		Zmiana ceny: 1m	-6,3%
P/CE	5,1	9,6		7,3		3,8		Zmiana ceny: 6m	-15,2%
P/BV	0,8	0,9		0,8		0,7		Zmiana ceny: 12m	43,1%
EV/EBITDA	1,8	8,4		6,7		3,0		Max (52 tyg.)	90,5
Dyid (%)	6,2	14,6		1,3		1,5		Min (52 tyg.)	48,8



Wyniki ZAP za ostatni kwartał, po oczyszczeniu o efekt rozpoznania jednostek ERU na kwotę 37 mln PLN, okazały się znacznie gorsze od oczekiwań i potwierdzają słusność naszego sceptycznego stanowiska wobec rynku nawozowego. Odbudowanie wolumenów nie przyniosło poprawy wyników tego segmentu, z kolei wyższe benchmarkowe spready na produktach chemicznych również nie wpłynęły istotnie na rentowność sprzedaży melaminy i kaprolaktamu. W tym kontekście utrzymujemy naszą neutralną rekomendację dla ZAP i w kontekście wyników 2Q'09/10 widzimy podstawy do rewizji naszych rocznych prognoz w dół.

2Q'09/10- strata nieco niższa od prognoz, ale rozpoznanie jednostek ERU

Wyniki ZAP za ostatni kwartał zaskoczyły pozytywnie na poziomie przychodów, które były wyższe od naszych oczekiwań aż o 100 mln PLN. Odchylenie to przede wszystkim efekt wyższej o 78 mln PLN sprzedaży nawozów, której osiągnięcie przy spadku cen było możliwe dzięki wzrostowi wolumenów w ujęciu r/r, szczególnie na saetrze (+54% vs oczekiwane +16%) i moczniku (+42% vs 0%). Segment mimo tego zwiększył stratę operacyjną q/q z -10 mln PLN do -21 mln PLN. W obszarze produktów chemicznych, wyższe wolumeny i poszerzenie marż, zgodnie z oczekiwaniami pozwoliły na poprawę rezultatu q/q, ale jej skala była rozczarowująca, gdyż udało się tylko obniżyć stratę EBIT z -27 mln PLN do -21 mln PLN. W rozbiciu segmentowym zysk pojawił się tylko w segmencie energetycznym, ale oczywiście w dużej mierze był on konsekwencją transakcji międzysegmentowych i wyższych kosztów zaksięgowanych w podstawowych segmentach operacyjnych. Ostatecznie wynik operacyjny byłby znacznie gorszy od naszych oczekiwań, ale koszty wytworzenia w 2Q'09/10 zostały obniżone o kwotę 37 mln PLN wynikającą z rozpoznania praw majątkowych z tytułu redukcji emisji tlenu azotu (zakładaliśmy, że zyski z tego tytułu pojawią się dopiero w kolejnych kwartałach w momencie transakcji sprzedaży) i pozycja nieprzypisanych kosztów była dodatnia na poziomie 21,9 mln PLN wobec -2,9 mln PLN w poprzednim kwartale. Gdyby nie ta księgowa operacja strata operacyjna ZA Puławy wyniosłaby -59 mln PLN. Na poziomie działalności finansowej saldo wyniosło +7 mln PLN wobec oczekiwanych 9 mln PLN. Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej były ujemne i wyniosły -27 mln PLN (efekt wzrostu należności), co w połączeniu z wysokimi wydatkami inwestycyjnymi (95 mln PLN) doprowadziło do zmniejszenia zasobów gotówkowych netto q/q o 120 mln PLN do 350 mln PLN. W kontekście wypłaty dywidendy w kwocie 150 mln PLN w 1Q'2010, należy się spodziewać dalszego spadku poziomu środków pieniężnych, co jest informacją negatywną.

Propozycja obniżenia taryfy przesyłowej

Spółki chemiczne w celu obniżenia kosztów gazu zaproponowały do negocjacji pomysł obniżenia taryfy transportowej Gaz-Systemu, w taki sposób aby odzwierciedlała rzeczywiste koszty obsługi dużych klientów przemysłowych. Do wprowadzenia różnych taryf przesyłowych dla grup odbiorców potrzebna jest jednak zmiana prawa oraz zgoda samego Gaz-Systemu na obniżenie przychodów. W rozmowach ma pośredniczyć PGNiG. Pierwsza tura negocjacji ma się odbyć w pierwszej połowie marca. Na ten moment przyjęcie proponowanego rozwiązania wydaje się mało prawdopodobne.

Nowe porozumienie o współpracy z Policami

ZCH Police i ZA Puławy podpisały nowe porozumienie o współpracy, która będzie dotyczyła działań w obszarze logistyki i projektów rozwojowych. Firmy chcą opracować program działań operacyjnych obejmujących wspólne inicjatywy, m.in. w zakresie optymalizacji procesów produkcyjnych, inwestycyjnych i remontowych. Następnym etapem współpracy mają być inicjatywy z obszaru handlowego, obejmującego zakupy surowców i sprzedaż produktów. Jest to kolejna umowa o współpracy, tak więc do tych zapowiedzi podchodzimy z rezerwą.



Potencjalna emisja na Anwil

Marek Kapłucha, członek Zarządu ZAP, zapowiedział że w przypadku wyboru oferty Spółki na Anwil konieczne będzie przeprowadzenie podwyższenia kapitału i zaciągnięcie kredytu. Zarząd Puław uważa, że Anwil byłby dobrym uzupełnieniem aktywów i oferuje szerokie możliwości synergii logistycznych. Ewentualna emisja akcji pod przejęcie Anwilu byłaby zgodna z naszymi oczekiwaniami.

Energetyka



CEZ (Trzymaj)

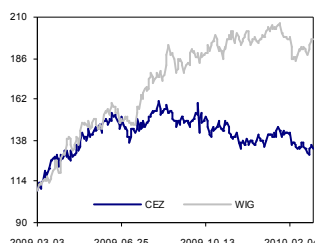
Cena bieżąca: 132,6 PLN Cena docelowa: 140,3 PLN

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)	71 337,4
marża EBITDA	48,2%	46,4%		46,0%		45,3%		EV (cena bieżąca)	95 367,7
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	11,1	9,1		10,0		10,1		Zmiana ceny: 1m	-6,6%
P/CE	7,6	6,3		6,5		6,4		Zmiana ceny: 6m	-9,8%
P/BV	3,0	2,3		2,2		2,0		Zmiana ceny: 12m	20,5%
EV/EBITDA	7,0	6,7		7,2		7,5		Max (52 tyg.)	161,1
Dyid (%)	4,6	5,6		6,3		5,7		Min (52 tyg.)	109,0



Ważniejsze od zaprezentowanych przez CEZ wyników za 4Q'09, które okazały się zgodne z naszymi szacunkami, były dla inwestorów przedstawione przez Zarząd prognozy zysków na rok 2010. Oczekiwany przez Spółkę spadek EBITDA i zysku netto, choć nie odbiegał od naszych prognoz, to okazał się bardziej konserwatywny od szerokiego konsensusu, co zapewne wpłynie na utrzymanie się słabszego sentymentu do akcji CEZ w najbliższych tygodniach. W tym kontekście podtrzymujemy naszą opinię, iż ciekawszą alternatywę inwestycyjną dla czeskiego koncernu stanowią polskie firmy energetyczne, tym bardziej że na europejskim rynku energii nadal nie obserwujemy odwrócenia negatywnych tendencji. Utrzymujemy neutralną rekomendację.

Wyniki 4Q zgodne z oczekiwaniami na poziomie EBITDA, nieco gorzej na netto

W 4Q'09 CEZ wypracował ponad 20 mld CZK EBITDA, co jest kwotą zbliżoną do naszych oczekiwań i rynkowego konsensusu. Rozkład tego wyniku na poszczególne segmenty różni się jednak od prognoz, w szczególności jeśli chodzi o dystrybucję i produkcję energii. W segmencie wytwarzania EBITDA wyniosła aż 16,8 mld CZK vs oczekiwane 13,5 mld CZK i 13,2 mld CZK w 3Q'09. Oprócz pozytywnego efektu wyższej produkcji w elektrowniach jądrowych (uwzględniony w naszych prognozach), ten dobry wynik to zasługa m.in. wysokich przychodów z instrumentów pochodnych na poziomie 3,6 mld CZK (transakcje odnoszące się do działalności tradingowej wyceniane do rynku oraz transakcje spekulacyjne na rynku energii) oraz znacznie wyższych w ujęciu r/r przychodów ze sprzedaży ciepła (+1,2 mld CZK). Negatywnie na zyski segmentu oddziaływały natomiast koszty zakupu certyfikatów CO2 na poziomie 0,9 mld CZK. Dodatkowo wynik segmentu został wzmocniony przez kwotę 0,8 mld CZK wynikającą z rozliczeń CEZ i CEZ Prodej (zwrot energii niesprzedanej klientom końcowym), aczkolwiek na poziomie skonsolidowanym ta operacja była neutralna gdyż o tyle samo obniżony został wynik segmentu dystrybucji. Dodatkowo gorszy niż szacowaliśmy był wynik na pozostałej działalności (+36 mln CZK vs oczekiwane 0,7 mld CZK i średnia dla pierwszych trzech kwartałów 1,5 mld CZK), ale dodatnie odchylenie na wytwarzaniu pozwoliło na wypracowanie EBITDA nieco powyżej naszych prognoz. Na działalności finansowej saldo było ujemne i wyniosło -3,7 mld CZK, podczas gdy my zakładaliśmy że będzie ono dodatnie (0,3 mld CZK). Główne powody zaskoczenia to negatywny efekt przeszacowania swapów na jena (ujemne różnice kursowe -1,4 mld CZK), odpisu goodwillu w polskich spółkach zależnych na -3,3 mld CZK oraz niższy zysk z wyceny opcji na akcje MOL-a (około 300 mln CZK mniej niż szacowaliśmy). Częściowo te negatywne pozycje zostały zneutralizowane przez rozpoznanie dodatniego goodwillu w niemieckim MIBRAG (+3,1 mld CZK), ale z kolei wynik z jednostek konsolidowanych metodą praw własności był ujemny i wyniósł -0,6 mld CZK (efekt strat w tureckim SEDAS oraz kosztów finansowych w spółce SPV będącej właścicielem MIBRAG), podczas gdy my oczekiwaliśmy około +0,5 mld CZK. Ostatecznie więc zysk netto uplasował się poniżej naszych prognoz na poziomie 7,8 mld CZK. Przepływy z działalności operacyjnej wyniosły 18 mld CZK, ale wysoki capex i koszty akwizycji oraz pożyczek (m.in. wykup udziałów w rumuńskich spółkach) wpłynęły na wzrost długu netto o 30 mld CZK do poziomu 130 mld CZK (nasze szacunki do 122 mld CZK).

Prognoza wyników na rok 2010

W prezentacji do wyników Zarząd CEZ przedstawił też swoje prognozy wyników na rok 2010. Spółka spodziewa się EBITDA na poziomie 88,7 mld CZK (vs nasze szacunki 87,2 mld CZK), EBIT na poziomie 63,1 mld CZK (vs 61,6 mld CZK) oraz zysku netto 46,7 mld CZK (vs 47,1 mld CZK). Jako czynnik ryzyka dla tych prognoz Zarząd wymienił m.in. kwestię energii z elektrowni fotowoltaicznych, którą muszą kupować spółki sprzedające energię w Czechach. W taryfach uwzględniony został zakup 180 GWh, a CEZ przewiduje że na rynku może być tej energii



odnawialnej o 175 GWh więcej, co mogłoby wygenerować dodatkowy koszt w spółkach dystrybucyjnych na poziomie 1-2 mld CZK. Na razie jednak nie jest to uwzględnione w powyższych szacunkach.



Enea (Akumuluj)

Cena bieżąca: 18,9 PLN

Cena docelowa: 21 PLN

Analitik: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-05

(mIn PLN)	2008	2009P	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	6 157,8	6 597,2	7,1%	7 060,7	7,0%	7 126,7	0,9%	Liczba akcji (mln)	441,4
EBITDA	882,7	1 253,5	42,0%	1 411,9	12,6%	1 419,9	0,6%	MC (cena bieżąca)	8 343,3
marża EBITDA	14,3%	19,0%		20,0%		19,9%		EV (cena bieżąca)	5 782,6
EBIT	251,4	605,7	141,0%	760,6	25,6%	751,2	-1,2%	Free float	18,4%
Zysk netto	215,4	597,6	177,5%	719,8	20,4%	717,4	-0,3%		
P/E	38,7	14,0		11,6		11,6		Zmiana ceny: 1m	2,3%
P/CE	9,9	6,7		6,1		6,0		Zmiana ceny: 6m	-18,8%
P/BV	0,9	0,9		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	30,9%
EV/EBITDA	6,8	4,6		4,1		4,8		Max (52 tyg.)	25,3
Dyid (%)	1,2	2,4		3,6		4,3		Min (52 tyg.)	14,0



Wraz z finalizacją procesu sprzedaży pakietu MSP presja podaźowa przestała infekować kurs ENEL, co pozwoliło na częściowe zneutralizowanie dyskonta w wycenie Spółki w relacji do sektora. Ze względu na wzrost notowań od wydania naszej rekomendacji o ponad 8%, obniżamy zalecenie z kupuj do akumuluj. Nadal podtrzymujemy opinię, iż inwestorzy mogą liczyć w przypadku ENEL na poprawę wyników finansowych w tym roku w ujęciu r/r oraz na satysfakcjonującą dywidendę z zysku 2009. Kurs powinien być również wspierany przez kolejne miesięczne odczyty z PSE o dodatniej dynamice popytu na energię w Polsce.

Wzrost popytu na energię r/r

Według danych PSE popyt na energię elektryczną w Polsce wzrósł w styczniu w ujęciu r/r o 3% i był tylko 0,6% niższy od rekordowego stycznia 2008. Jest to kontynuacja tendencji z grudnia, gdzie wzrost wyniósł 2,3%. Taka dynamika zużycia prądu to prawdopodobnie efekt przede wszystkim sprzyjającej pogody. Przypominamy, że w całym 2009 roku popyt na energię w Polsce spadł o 4%, a najwyższe ujemne dynamiki notowano w kwietniu (-10,8%) oraz lutym, czerwcu i wrześniu (-6%). Wiele wskazuje na to, że jest szansa na mocniejszy niż zakładało PSE (+1%) wzrost konsumpcji prądu w 2010 roku. Takie tendencje będą sprzyjać generowaniu wyników w segmencie dystrybucyjnym (do wyliczania jednostkowych taryf brane są pod uwagę wolumeny z zeszłego roku).



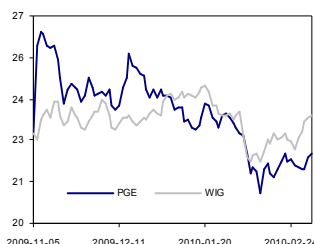
PGE (Kupuj)

Cena bieżąca: 22,35 PLN Cena docelowa: 25,8 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-02-12

(mIn PLN)	2008	2009P	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	20 597,8	22 382,3	8,7%	21 944,0	-2,0%	23 462,9	6,9%	Liczba akcji (mIn)	1 730,1
EBITDA	5 846,9	7 958,9	36,1%	7 521,5	-5,5%	8 178,8	8,7%	MC (cena bieżąca)	38 667,5
marża EBITDA	28,4%	35,6%		34,3%		34,9%		EV (cena bieżąca)	47 806,3
EBIT	3 262,3	5 309,7	62,8%	4 743,9	-10,7%	5 080,0	7,1%	Free float	15,0%
Zysk netto	1 920,2	3 382,8	76,2%	3 135,1	-7,3%	3 352,8	6,9%		
P/E	17,1	11,4		12,3		11,5		Zmiana ceny: 1m	-3,0%
P/CE	7,3	6,4		6,5		6,0		Zmiana ceny: 6m	
P/BV	1,4	1,2		1,2		1,2		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	7,8	5,8		6,4		6,3		Max (52 tyg.)	26,5
Dyield (%)	1,3	2,4		4,4		4,1		Min (52 tyg.)	21,0



Deklaracja MSP o minimalnej cenie sprzedaży kolejnych pakietów akcji PGE na poziomie 23 PLN pozwoliło na zatrzymanie negatywnej tendencji na kursie wywołanej obawami inwestorów związanymi właśnie z podażą walorów od resortu. W najbliższych tygodniach wsparciem dla notowań PGE powinna być perspektywa rewizji indeksu WIG20 po sesji 18 marca, publikacja dobrych wyników za rok 2009 oraz możliwość wypłaty solidnej dywidendy (DYield 4,1%). Nadal Spółka jest wyceniana z wysokim dyskontem do sektorowych konkurentów, a oferuje w naszej opinii najciekawszą ekspozycję na polski rynek energetyczny. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Szacunki wyników za 2009 rok

Zarząd PGE poinformował, że skonsolidowany strumień EBITDA w 2009 roku wyniósł 8,1 mld PLN, zysk netto po wyłączeniu udziałowców mniejszościowych 3,2 mld PLN (przed wyłączeniem 4,2 mld PLN), a przychody ze sprzedaży 21,6 mld PLN. Jednocześnie Spółka zapowiedziała, że pełny raport będzie opublikowany 16 marca, a nie jak wcześniej zapowiadano 22 marca. Szacunkowy wynik EBITDA jest wyższy od naszych prognoz (7,96 mld PLN) o około 140 mln PLN, natomiast zysk netto kształtuje się o 180 mln PLN poniżej. Zysk przyporządkowany udziałowcom mniejszościowym jest bliski naszych szacunków (1 mld PLN vs 940 mln PLN). Wstępnie można więc ocenić, że przy lepszym rezultacie operacyjnym, Spółka musiała zaksięgować wysokie koszty finansowe. Po 3 kwartałach wynik na działalności finansowej po uwzględnieniu zysku z jednostek konsolidowanych metodą praw własności był bliski zera. Oznacza to, że w 4Q saldo wyniosło na tym poziomie -300 mln PLN. Niewykluczone, że wpływ na to miały zmiany w konsolidacji na poziomie przychodów, które w 2008 roku zostały z tego tytułu obniżone o 1,2 mld PLN.

MSP nie sprzedaje akcji poniżej ceny emisyjnej

Minister skarbu Aleksander Grad poinformował, że resort nie zamierza sprzedawać akcji PGE poniżej ceny emisyjnej. Wyjaśnił również, że zapowiadana sprzedaż 24% akcji koncernu zostanie rozłożona na 2 lata. W tym roku będzie to pakiet 10%. Ta wypowiedź jest nieco spóźniona, ale powinna w naszej opinii powstrzymać dalsze spadki kursu akcji. Pakiet sprzedawany w tym roku jest obecnie wart 3,6 mld PLN. Tymczasem GPW ogłosiła już, że po sesji 18 marca PGE wejdzie do indeksu WIG20 z udziałem na poziomie 5,91%.

Wzrost popytu na energię r/r

Według danych PSE popyt na energię elektryczną w Polsce wzrósł w styczniu w ujęciu r/r o 3% i był tylko 0,6% niższy od rekordowego stycznia 2008. Jest to kontynuacja tendencji z grudnia, gdzie wzrost wyniósł 2,3%. Taka dynamika zużycia prądu to prawdopodobnie efekt przede wszystkim sprzyjającej pogody. Przypominamy, że w całym 2009 roku popyt na energię w Polsce spadł o 4%, a najwyższe ujemne dynamiki notowano w kwietniu (-10,8%) oraz lutym, czerwcu i wrześniu (-6%). Wiele wskazuje na to, że jest szansa na mocniejszy niż zakładało PSE (+1%) wzrost konsumpcji prądu w 2010 roku. Takie tendencje będą sprzyjać generowaniu wyników w segmencie dystrybucyjnym (do wyliczania jednostkowych taryf brane są pod uwagę wolumeny z zeszłego roku), a także w segmencie wytwarzania w szczególności w elektrociepłowniach opalanych gazem ziemnym - efekt żółtych certyfikatów.

Połączenie z PGE Electra

Zarząd PGE zdecydował o połączeniu PGE z zależną w 100% spółką PGE Electra zajmującą się handlem hurtowym oraz zakupami paliwa i certyfikatów emisyjnych. Celem połączenia jest zwiększenie transparentności grupy oraz alokacja przepływów pieniężnych i marży na poziomie spółki matki. Umożliwi to dalszą redukcję kosztów finansowych oraz ułatwi wypłatę dywidendy. Połączenie nastąpi poprzez przeniesienie całego majątku PGE Electra na PGE. Jest to element zapowiadanej przez Zarząd strategii konsolidacji spółek z Grupy.



Dywidenda 70 groszy/akcję?

Według nieoficjalnych doniesień prasowych Zarząd PGE zaproponuje wypłatę dywidendy z zeszłorocznego zysku na poziomie 70 groszy na akcję. W naszych prognozach zakładaliśmy wypłatę na poziomie 98 groszy na akcję (DYield 4,4%), tak więc potwierdzenie się powyższych doniesień implikowałoby DYield na poziomie 3,1%.

Telekomunikacja

Plany Dialogu

Grupa Dialog (100% udziałów posiada KGHM) chce w 2010 r. osiągnąć 35 mln PLN zysku netto i 570 mln PLN przychodów. Inwestycje w 2010 mają wynieść 100 mln PLN, a sama spółka chce osiągnąć w tym roku 523 mln PLN przychodów, 123 mln PLN EBITDA i 31 mln PLN zysku netto. W 2015 roku przychody spółki mają zbliżyć się do 900 mln PLN, a EBITDA do 247 mln PLN. Operator chce mieć 53 tys. klientów IPTV i 30 tys. MVNO na koniec 2010 r. Według strategii rozwoju Dialogu, do 2015 roku liczba klientów IPTV ma urosnąć do 195 tys. klientów.

Wszyscy albo nikt

Minister Skarbu Państwa „zaleca”, aby spółki przez niego kontrolowane: PKN, KGHM i PGE wspólnie podjęły próbę sprzedaży udziałów w Polkomtelu a nie jak dotychczas oddzielnie. Zgodnie z zaleceniem proces rozpoczął KGHM (wybór doradcy), który dotychczas najbardziej oponował transakcji. Decyzja Ministra jest jak najbardziej racjonalna w kontekście maksymalizacji ceny sprzedaży. Przy pakiecie kontrolnym (ponad 75%, z udziałami Węgłokoksu) wyższą cenę sprzedający byłoby w stanie osiągnąć dziś w transakcji do inwestora branżowego. Należy pamiętać, że przy określonej cenie nadal prawo pierwokupu posiada Vodafone. Biorąc pod uwagę na jakim etapie przygotowań do transakcji znajduje się KGHM, proces potrwa co najmniej do końca roku.



Netia (Trzymaj)

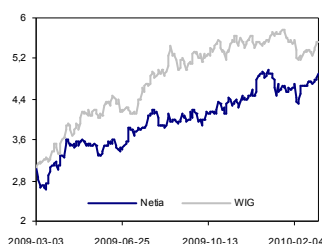
Cena bieżąca: 4,92 PLN

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 (mIn)	389,2
EBITDA	170,6	284,3	66,6%	323,5	13,8%	359,3	11,1%	MC (cena bieżąca)	1 914,7
marża EBITDA	15,3%	18,9%		21,2%		22,1%		EV (cena bieżąca)	1 632,1
EBIT	-99,7	-14,2	-85,7%	33,7		79,2	135,1%	Free float	100,0%
Zysk netto	230,6	88,7	-61,6%	37,4	-57,8%	78,1	108,6%		
P/E	8,3	21,6		51,2		24,5		Zmiana ceny: 1m	4,9%
P/CE	3,8	4,9		5,9		5,3		Zmiana ceny: 6m	20,0%
P/BV	1,0	0,9		1,0		1,0		Zmiana ceny: 12m	82,2%
EV/EBITDA	10,1	6,1		5,0		4,3		Max (52 tyg.)	5,0
Dyid (%)	0,0	-0,6		2,0		4,1		Min (52 tyg.)	2,6



Spółka opublikowała lepsze wyniki za 4Q niż nasze oczekiwania, szczególnie na poziomie bazy abonenckiej. Z drugiej strony spółka musiała wpłacić 60 mln PLN na rzecz US. Najprawdopodobniej odzyska te środki, ale proces w tej sprawie może ciągnąć się bardzo długo. Nie zmieniamy naszego dotychczasowego, neutralnego nastawienia do inwestycji w akcje Netii.

Lepsze wyniki Netii

Wyniki Netii za 4Q są lepsze niż nasze oczekiwania zarówno na poziomie liczby abonentów jak i wyników finansowych. Przy przychodach na poziomie 386 mln PLN, spółka wypracowała EBITDA w wysokości 90,6 mln PLN oraz zysk netto na poziomie 99 mln PLN. Wyniki zawyżają dwa istotne zdarzenia jednorazowe. EBITDA jest wyższa dzięki przychodom z porozumienia z TPSA (październik 2009) w kwocie 15,3 mln PLN a wynik netto dzięki rozpoznananiu odroczonego podatku dochodowego w wysokości 88,3 mln PLN. Pomijając te elementy pozytywnie należy ocenić szybko rosnącą bazę abonencką (+69,5 tys. netto, do 559,3 tys.), co wreszcie przełożyło się na wzrost przychodów z transmisji danych (+10 mln PLN q/q). Przy okazji wyników kwartalnych Zarząd Netii prognozuje, że skonsolidowana EBITDA wyniesie w 2010 roku ponad 360 mln PLN (nasza dotychczasowa prognoza to 323 mln PLN) a zysk operacyjny ponad 60 mln PLN. Przychody grupy mają wynieść w tym roku 1,55 mld PLN. Netia pozostawiła prognozy średnioterminowe bez zmian.

Netia bez 60 mln PLN

Netia wpłaciła 60 mln PLN podatku na rzecz urzędu podatkowego. Dzięki temu znów może startować w przetargach publicznych. Kwota ta została naliczona przez US z tytułu nieprawidłowości w naliczaniu podatku (zdaniem Izby Skarbowej) od pożyczek udzielonych przez spółkę matkę spółkom z grupy w roku 2003. Zarząd nie zgadza się z decyzją urzędu i zamierza zaskarżyć jego decyzję. W negatywnym scenariuszu utrata ww. kwoty to spadek wartości spółki o 0,15 PLN na akcję. Sprawa wkrótce trafi do sądu a jej rozstrzygnięcie – patrząc na podobne przypadki – potrwa kilka lat.



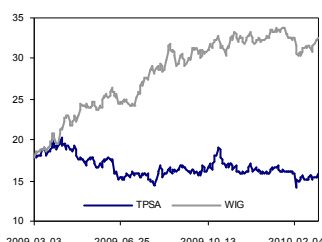
TP SA (Akumuluj)

Cena bieżąca: 15,79 PLN Cena docelowa: 19,2 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-10-30

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	18 165,0	16 510,0	-9,1%	15 525,4	-6,0%	15 215,9	-2,0%	Liczba akcji (mln)	1 335,6
EBITDA	7 630,0	6 216,0	-18,5%	5 597,7	-9,9%	5 597,8	0,0%	MC (cena bieżąca)	21 089,9
marża EBITDA	42,0%	37,6%		36,1%		36,8%		EV (cena bieżąca)	25 777,2
EBIT	3 313,0	2 066,0	-37,6%	1 578,7	-23,6%	1 665,5	5,5%	Free float	46,0%
Zysk netto	2 188,0	1 280,0	-41,5%	962,7	-24,8%	1 044,9	8,5%		
P/E	9,9	16,5		21,9		20,2		Zmiana ceny: 1m	-1,1%
P/CE	3,3	3,9		4,2		4,2		Zmiana ceny: 6m	-6,7%
P/BV	1,3	1,3		1,4		1,4		Zmiana ceny: 12m	-12,8%
EV/EBITDA	3,6	4,1		4,6		4,5		Max (52 tyg.)	20,2
Dyield (%)	10,8	9,5		9,5		8,5		Min (52 tyg.)	14,3



Słabe wyniki 4Q i – zgodnie z oczekiwaniami zarządu – słabe kolejne dwa kwartały a z drugiej strony nadal „wisząca” nad rynkiem podaż ponad 4% akcji spółki psują sentyment do TPSA. Szczęśliwie zarząd podtrzymał politykę dywidendy na poziomie 1,5 PLN na akcję, co naszym zdaniem istotnie ogranicza dalszy potencjał spadkowy akcji spółki (yield brutto 9,8%). Biorąc pod uwagę, nasze sceptyczne podejście do rynku akcji, uważamy, że TPSA powinna zachowywać się lepiej niż szeroki rynek.

Słabe wyniki, wysoka dywidenda

Wyniki TP za 4Q są słabsze niż nasze oczekiwania, zarówno na poziomie przychodów (4 mld PLN, -12,5% r/r), wyniku operacyjnego (EBIT: 457 mln PLN, -3,6% r/r; zysk netto: 253 mln PLN, +41% r/r) jak i liczby klientów. Zarząd dostarczył jednak obiecany FCF. Wolne przepływy pieniężne netto wyniosły 3,2 mld PLN - zgodne z celem i o 6,5% wyższe niż w 2008 roku. Jednocześnie Zarząd zarekomenduje WZA przeznaczenie na dywidendę z zysku za 2009 rok ok. 2 mld PLN - 1,5 PLN na akcję, co przy obecnej cenie implikuje yield brutto na poziomie 9,8%. Słabo prezentują się dane o liczbie abonentów. Wprawdzie erozja klientów tradycyjnych usług głosowych jest coraz mniejsza to w 4Q2009 spółka straciła na rzecz innych operatorów (przez BSA, LLU) 29 tys. (netto) klientów szerokopasmowego Internetu (dotychczas podłączonych bezpośrednio w ramach Neostrady). Częściowo efekt ten amortyzuje dalszy wzrost liczby użytkowników podłączanych poprzez CDMA (+19 tys.) oraz podłączenia w ramach BSA Centertela. Ostatecznie liczba klientów szerokopasmowego dostępu do Internetu, dla których Grupa TP jest detalistą obniżyła się q/q o 5 tys., co należy uznać za słaby wynik. O 22 tys. obniżyła się również liczba klientów (aktywne karty SIM) Centertel, głównie za sprawą dalszego spadku liczby użytkowników pre-paid (-138 tys.). Istotne dla kursu jest również potwierdzenie przez Prezesa KGHM, że prace nad debiutem Polkomtela zostały wstrzymane i obecnie rozważana jest przede wszystkim opcja wyjścia z inwestycji kierowana do inwestora branżowego.

Potencjalna kara dla TP od UE

W przygotowanym dokumencie Komisja Europejska zarzuca TP wykorzystywanie dominującej pozycji na hurtowym rynku szerokopasmowego dostępu do internetu i grozi TP karą. Operator ma sześć tygodni na przedstawienie wyjaśnień. UE „wesła” do TP w połowie 2008 roku i zbadała dokumenty w spółce. Po półtora roku przedstawia wnioski z badania. Sposób rozliczeń i kwestie dostępu operatorów alternatywnych do infrastruktury TP wyglądają już zupełnie inaczej – na co wpływ miały działania UKE z groźbą podziału włącznie. UE przygotowuje m.in. kwartalny raport, w którym szczegółowo opisuje na jakie problemy natrafiają operatorzy, dla których TP jest dostawcą infrastruktury. Z ostatniego wynika, że TP istotnie poprawiła obsługę klientów hurtowych. Naszym zdaniem dokument UE jest więc spóźniony i dotyczy okresu przed „wojną z UKE”. TP powinna przedstawić aktualny obraz relacji z klientami i w ten sposób uniknąć potencjalnej kary.

Inwestycje i umowy

TP planuje zakończyć w 2010 inwestycje w rozbudowę zasięgu sieci CDMA i objąć zasięgiem blisko 85,9% powierzchni Polski wobec 76,1% w 2009 roku. TP podpisała już umowy z 11 operatorami alternatywnymi, które zawierane są na bazie państwowej porozumienia z UKE. Niebawem telekom planuje podpisanie umowy z Exatelem. Operator planuje w I półroczu 2010 startować w przetargu na wybór partnera prywatnego dla Urzędu Marszałkowskiego Województwa Małopolskiego i w konsekwencji powołać wspólnie spółkę, która w ramach partnerstwa publiczno-prywatnego kosztem około 250-300 mln PLN będzie budować telekomunikacyjną infrastrukturę szkieletową. Inwestycje rozpoczną się najwcześniej wiosną 2011 roku i potrwać od 3 do 5 lat.

Media

Szybki rozwój IPTV

Puls Biznesu informuje o dynamicznym rozwoju IPTV planowanym przez operatorów w bieżącym roku. Dialog chce zwiększyć liczbę abonentów tej usługi do 50 tys. (obecnie 20 tys. klientów), a TPSA do 500 tys. (obecnie 107 tys.). IPTV jest bardzo perspektywicznym kanałem dystrybucji treści telewizyjnej, jednak wysokie wymagania techniczne powodują, że przy obecnym stanie infrastruktury sieciowej istotny wzrost znaczenia IPTV jest mało prawdopodobny. Oczekujemy, że rozwój infrastruktury umożliwi realne zaistnienie IPTV w rynku płatnej telewizji w perspektywie 4-5 lat.

Rynek reklamy w 2009 roku

Według danych opublikowanych przez Starlink rynek reklamy spadł w 2009 r o 11,4% do 6,95 mld PLN. W porównaniu z rokiem 2008 wzrost przychodów zanotowały Internet i wyniósł on 9,0% do 874,9 mln PLN oraz reklama kinowa - wzrost o 5,8% do 91,1 mln PLN. Pozostałe media cechowały się ujemną dynamiką: przychody z reklam telewizji spadły o 11,9% do 3,37 mld PLN, magazynów o 14,8% do 767,8 mln PLN, radia o 16,3% do 522,1 mln PLN, reklamy zewnętrznej o 17,1% do 666,3 mln PLN, a dzienników o 18,1% do 651,3 mln PLN. Wynik jest zbieżny z naszymi wcześniejszymi oczekiwaniami (12% spadku).



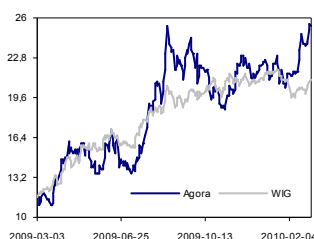
Agora (Trzymaj)

Cena bieżąca: 25,39 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)	1 293,3
marża EBITDA	10,0%	12,1%		13,5%		13,1%		EV (cena bieżąca)	1 057,7
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	59,6	33,8		21,8		19,6		Zmiana ceny: 1m	17,6%
P/CE	13,0	10,8		9,0		8,6		Zmiana ceny: 6m	13,9%
P/BV	1,2	1,1		1,0		1,0		Zmiana ceny: 12m	126,5%
EV/EBITDA	10,0	8,3		7,1		6,5		Max (52 tyg.)	25,5
Dyid (%)	0,0	1,5		2,3		2,6		Min (52 tyg.)	11,0



Wyniki 4Q2009 w Agorze ponownie zaprezentowały duży potencjał spółki do redukcji kosztów działalności. Symptomy poprawy sytuacji widać również po stronie przychodowej, gdzie negatywna dynamika przychodów reklamowych została zredukowana do -16,6% wobec -20,1% w skali całego roku. Wydaje się nam, że ścieżka poprawy sytuacji na rynku reklamowym powinna być kontynuowana w kolejnych kwartałach, a uwzględniając znaczne spadki jakie miały miejsce w 2Q2009 uważamy, że Agora jest w stanie osiągnąć w tym roku pozytywną dynamikę przychodów z reklamy. Wzrosty ostatniego miesiąca dyskontują jednak według nas pozytywny scenariusz. W związku z powyższym podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Wyniki 4Q2009 – nieznacznie lepiej od oczekiwań

Wyniki za czwarty kwartał 2009 roku opublikowane przez Agorę są zbliżone z naszymi wcześniejszymi prognozami. Spółka w sprawozdaniu skorygowała również porównywalne dane za 4Q2008 przenosząc odpis wartości Trader.com z salda działalności finansowej do działalności operacyjnej zgodnie z metodologią zastosowaną w rocznym sprawozdaniu finansowym za 2008 rok.

Przychody spółki wyniosły 291,1 mln PLN i były o 1,7% niższe od naszych szacunków. Źródłem odchylenia była przede wszystkim sprzedaż kolekcji wydawniczych, gdzie spółka zanotowała spadek obrotów w ujęciu r/r o 34,5 %, podczas gdy my zakładaliśmy ich obniżenie o 5,2%. Zbliżona do prognoz była wartość przychodów reklamowych (198,4 mln PLN vs 198 mln PLN szacunków) i wpływy ze sprzedaży wydawnictw (48,2 mln PLN vs 49 mln PLN prognozy). O 2,3 mln PLN wyższe były natomiast przychody z pozostałej sprzedaży.

Niewielkie negatywne odchylenie na przychodach zostało zrekompensowane większymi od naszych szacunków cięciami kosztów. Bliskie naszym prognozom były wartości kosztów materiałów i energii, wynagrodzeń, programu motywacyjnego. Odchylenie od naszych prognoz na poziomie kosztów powstało przy kosztach reprezentacji i reklamy, które spadły do 40,5 mln PLN (o 29,9% r/r), przy 45,4 mln PLN naszych szacunków (-21,5% r/r). Pokazuje to, że nie miał miejsca w czwartym kwartale oczekiwany przez nas efekt walki o budżety reklamowe 2010 roku i związane z nimi zwiększone nakłady na powiększenie wskaźników czytelnictwa na koniec roku. Większe od naszych założeń były też cięcia pozostałych kosztów operacyjnych, które spadły z 100,0 mln PLN do 85,6 mln PLN (91,0 mln PLN naszej prognozy). W efekcie wynik operacyjny Agory wyniósł 19,5 mln PLN wobec 13,2 mln PLN naszych założeń.

Saldo finansowe zamknęło się kwotą 1,1 mln PLN, przy nieco wyższym od naszych oczekiwań podatku dochodowym. Wynik netto wyniósł w konsekwencji 14,9 mln PLN, przy 30,5 mln PLN straty przed rokiem i 11,4 mln naszej prognozy.

W ujęciu segmentowym na wyróżnienie zasługuje segment prasy, który istotnie zredukował ujemną dynamikę wpływów reklamowych poprzednich kwartałów (-20,9% r/r, co było zgodne z naszą prognozą, którą postrzegaliśmy jako ambitną). Słabo choć i tak lepiej od oczekiwań radził sobie segment reklamy zewnętrznej (spadek wpływów z reklamy o 15,8%, wobec zakładanego przez nas 19% spadku). Nieco gorzej od naszych wcześniejszych założeń wypadł natomiast segment czasopism, którego przychody reklamowe spadły o 18,5%, przy oczekiwanym przez nas 14% spadku. Warto zaznaczyć jednak, że mimo znacznego spadku przychodów reklamowych, a także spadku wpływów ze sprzedaży wydawnictw (-7,1% r/r) wynik operacyjny segmentu wzrósł z 0,5 mln PLN do 4,0 mln PLN, co wynika z dużej redukcji kosztów zatrudnienia oraz kosztów materiałów i energii.

Sprzedaż outdooru, w IVQ2009 o 17% w dół

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

przychodów reklamowych, co przeważa słabszy wynik outdooru.

Grudniowe wyniki sprzedaży dzienników

W grudniu sprzedaż egzemplarzowa *Gazety Wyborczej* spadła w porównaniu do analogicznego okresu 2008 roku o 17,6%. W tym samym czasie sprzedaż *Rzeczpospolitej* spadła o 9,8%, *Super Expressu* o 4,3%, a *Faktu* o 3,5%. Grudniowe wyniki sprzedaży *Gazety* są bardzo słabe. Relatywna słabość względem głównych konkurentów jest jednak spowodowana przede wszystkim różnicą w udziałach innych form rozpowszechniania. Sprzedaż kioskowa *Rzeczpospolitej* spadła o 20,0%, a sprzedaż w prenumeracie o 16,5%. Wynik sprzedaży *Dziennika Gazety Prawnej* jest natomiast niemal identyczny ze sprzedażą samej *Gazety Prawnej* w grudniu 2008. Każę to przypuszczać, że grudzień był ogólnie słaby dla opiniotwórczych dzienników, co być może jest częściowo związane z wysoką bazą odniesienia. Naszym zdaniem powyższe wyniki sprzedaży nie wpłynęły negatywnie na wypracowane w czwartym kwartale wyniki finansowe.

Wyjście z indeksu WIG20

Decyzją zarządu GPW w wyniku korekty składu indeksów giełdowych po sesji 19 marca Agora opuści indeks blu chipów i zostanie zastąpiona przez PGE. Opuszczenie indeksu było naszym zdaniem dyskontowane w cenie spółki od dłuższego czasu i decyzja zarządu GPW nie stanowi raczej zaskoczenia. Większość graczy indeksowych uwzględniła potencjalne wypadnięcie spółki z WIG20. Na koniec 2009 roku udział Agory w portfelach OFE wyniósł zaledwie 0,14% przy 0,55% na koniec 2008 roku. Nie spodziewamy się zatem, negatywnej reakcji na rewizję.



Cyfrowy Polsat (Trzymaj)

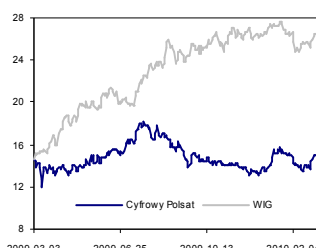
Cena bieżąca: 14,9 PLN

Cena docelowa: 14,9 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-02-03

(mIn PLN)	2008	2009P	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 136,3	1 314,3	15,7%	1 380,8	5,1%	1 471,8	6,6%	Liczba akcji (mln)	268,3
EBITDA	347,8	304,5	-12,5%	395,8	30,0%	455,3	15,0%	MC (cena bieżąca)	3 998,0
marża EBITDA	30,6%	23,2%		28,7%		30,9%		EV (cena bieżąca)	3 721,4
EBIT	324,3	265,5	-18,1%	353,2	33,0%	411,6	16,5%	Free float	31,8%
Zysk netto	269,8	222,1	-17,7%	288,9	30,1%	340,2	17,8%		
P/E	14,8	18,0		13,8		11,8		Zmiana ceny: 1m	1,0%
P/CE	13,6	15,3		12,1		10,4		Zmiana ceny: 6m	-5,7%
P/BV	13,5	12,6		8,7		6,6		Zmiana ceny: 12m	4,9%
EV/EBITDA	11,3	12,6		9,4		7,9		Max (52 tyg.)	18,1
Dyid (%)	0,9	5,0		3,7		4,8		Min (52 tyg.)	12,0



Najbliższe miesiące powinny dać odpowiedź na pytanie o potencjał nowej oferty Cyfrowego Polsatu wzmocnionej o dostęp do szerokopasmowego Internetu oferowanego we współpracy ze Sferią. Naszym zdaniem bieżąca wycena dyskontuje korzyści płynące z poprawy wyników operacyjnych osiągniętej dzięki umocnieniu złotego i poszerzonej bazie abonenckiej i głównym czynnikiem wzrostu dla notowań akcji spółki może być właśnie dobry start powyższej oferty. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Start oferty internetowej, oferta zintegrowana od drugiego kwartału

Cyfrowy Polsat rozpoczął 1 lutego oferowanie usługi dostępu do internetu i podtrzymał plany wprowadzenia w II kwartale usług zintegrowanych, a pod koniec 2010 roku poszerzenia portfolio usług o telefon stacjonarny. "Pakiet na Start" ma zapewniać 200 MB danych za 1 PLN miesięcznie przez cały okres trwania umowy, a miesięczny abonament za pakiet danych zwiększony o 1 GB wynosi 30 PLN. Przy zwiększeniu wolumenu danych możliwych do ściągnięcia o 3 GB cena abonamentu rośnie do 50 PLN. Najnowszą usługę Cyfrowego Polsatu można kupić w ok. 400 punktach sprzedaży na terenie całego kraju. Podtrzymujemy opinię, że integracja oferty przewidywana na przełom pierwszego i drugiego kwartału stanowi dla spółki dużą szansę na zwiększenie ARPU i poprawę lojalności klientów. Pierwsze miesiące, w których usługa dostępu do Internetu oferowana będzie samodzielnie pokażą skalę zainteresowania, która naszym zdaniem może być duża szczególnie na terenach wiejskich.

Wywiad z prezesem Libickim

Zdaniem prezesa Cyfrowego Polsatu zarząd spółki będzie rekomendował wypłatę wysokiej dywidendy z zysku osiągniętego w 2009 roku, jeśli na rynku nie będzie okazji inwestycyjnych. Niewykluczone jest przeznaczenie na ten cel więcej niż 66% ubiegłorocznego zysku, co jest górnym ograniczeniem przewidzianym polityką dywidendową. Jednocześnie prezes Libicki zapowiedział, że Cyfrowy Polsat, który na początku lutego zaoferował internet na częstotliwościach i w sieci Aero2, budowanej przez Sferię, 40% swoich abonentów, chce jak najszybciej umożliwić dostęp do tej usługi całej bazie klientów. W II kwartale spółka ruszy z potrójną ofertą telewizyjną, telefonii i internetu, która ma zwiększyć lojalność klientów i w dłuższej, niekoniecznie tegorocznej perspektywie, przyczynić się do zmniejszenia churnu do poziomu jednocyfrowego wśród klientów usługi potrójnej z 10,1% za 12 miesięcy zakończone 30 września 2009 roku. W odniesieniu do wyników 4Q2009 prezes wyraził zadowolenie z osiągniętych rezultatów. Sezonowo w IV kwartale EBITDA, EBIT i zysk netto platformy były niższe niż w III kwartale w wyniku znaczącego wzrostu liczby nowych klientów i co za tym idzie, wyższych kosztów ich pozyskania, które jednak według Libickiego pozostały pod kontrolą. Natomiast pozytywny wpływ na wyniki spółki kwartał do kwartału miało umocnienie złotego. Już w zeszłym roku spółka zdecydowała o wypłacie dywidendy przekraczającej górną granicę polityki dywidendowej. Wydaje nam się, że powtórzenie takiego scenariusza jest bardzo możliwe. Przy stopie wypłaty dywidendy na poziomie 66% szacowany przez nas yield to 3,9%. Podtrzymujemy naszą pozytywną opinię o planach włączenia do oferty Internetu z zastrzeżeniem, że korzystniejszy dla spółki byłby model współpracy ze Sferią oparty o niskie koszty stałe i brak wyłączności we współpracy. Podane przez prezesa informacje dotyczące wyników 4Q2009 są zbieżne z naszymi założeniami.

Umowa licencyjna z Telewizją Polsat

Cyfrowy Polsat podpisał z Telewizją Polsat umowy na rozprowadzenie jej programów. Łączna wartość tych umów nie będzie niższa niż 179,6 mln PLN. Umowy dotyczą rozprowadzania programów: Polsat Film, Polsat News, Polsat Play, Polsat Cafe (pakiety familijny i mini Max) i Polsat Sport Extra (pakiet familijny). Z tytułu opłaty licencyjnej za rozprowadzanie wyżej wymienionych programów spółka płacić będzie na rzecz Telewizji Polsat za każdego uprawnionego do odbioru abonenta miesięczną opłatę licencyjną w ustalonej wysokości

wyrażoną w: dolarach amerykańskich dla programów Polsat Sport Extra i Polsat Film oraz w złotym polskim dla Polsat News, Polsat Play i Polsat Cafe. Łączna wartość podpisanych umów i aneksu zależy od liczby abonentów oraz od kursu wymiany PLN/dolar amerykański. Spółka oszacowała, iż łączna wartość tych umów i aneksu, w okresie trwania umowy, nie będzie niższa niż 179,6 mln PLN, przyjmując kurs PLN/USD na poziomie 2,9007 PLN za 1 USD. Każda z wyżej wymienionych stacji będzie miała w tym roku co najmniej 2,4 mln abonentów w ramach Cyfrowego Polsatu, co według naszych szacunków da łącznie około 12,5 mln licencji, każda warta miesięcznie około 1,2 PLN, co w przeliczeniu na USD po zawartym w umowie kursie daje 0,41 USD. Nie są to naszym zdaniem stawki znacząco odbiegające od stawek rynkowych. Za pozytyw uznajemy natomiast przejście w części umów na rozliczenia w PLN, co częściowo uodporni spółkę na zmiany kursów walutowych.

Uгода z UOKiK

Cyfrowy Polsat porozumiał się z UOKiK w sprawie dystrybucji dekoderek w firmach przed EURO2008. Spółka zobowiązała się do odkupienia dekoderek od przedsiębiorców unikając w ten sposób postępowania antymonopolowego. Uгода to dobra wiadomość. Znika widmo ewentualnej kary, natomiast koszt wykupienia dekoderek będzie bardzo mały, bo sprawa dotyczyła kilkuset przedsiębiorców.

Ambitne plany Cyfry Plus

Bertrand Le Guner, prezes Canal Plus Cyfrowy, operatora platformy Cyfra+, spodziewa się w 2010 roku dwucyfrowego wzrostu przychodów oraz dwucyfrowego wzrostu liczby klientów w swojej spółce. W 2009 roku przychody spółki Canal Plus Cyfrowy wzrosły o 24 proc. do 1,279 mld PLN, EBITDA o ok. 10 proc. (do 244 mln PLN), a liczba klientów o ponad 12% (do 1,55 mln użytkowników). Dwucyfrowe tempo wzrostu użytkowników oznaczałoby powtórzenie wyniku sprzedażowego 2009 roku. Naszym zdaniem w trudniejszych warunkach rynkowych 2010 roku realizacja tego zamierzenia będzie trudna. Bez wpływu na kurs.



TVN (Trzymaj)

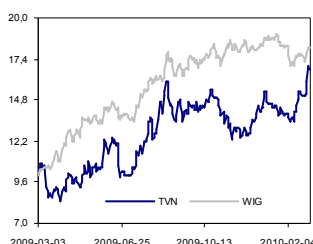
Cena bieżąca: 16,72 PLN

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 (mln)	340,4
EBITDA	711,4	794,8	11,7%	659,3	-17,0%	769,3	16,7%	MC (cena bieżąca)	5 691,2
marża EBITDA	37,5%	37,4%		26,7%		28,6%		EV (cena bieżąca)	7 836,9
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	0,5	13,5		20,0		16,3		Zmiana ceny: 1m	20,3%
P/CE	0,4	9,4		11,1		9,6		Zmiana ceny: 6m	14,5%
P/BV	0,1	4,4		4,5		3,7		Zmiana ceny: 12m	55,4%
EV/EBITDA	1,7	9,5		11,9		9,9		Max (52 tyg.)	17,0
Dyid (%)	2,1	4,6		1,9		1,5		Min (52 tyg.)	8,4



W czwartym kwartale 2009 roku spółka zanotowała około 9% spadek przychodów reklamowych. Również w pierwszym kwartale 2010 roku ze względu na wysoką bazę odniesienia ta grupa przychodów będzie jeszcze notowała ujemną dynamikę. Coraz więcej czynników wskazuje jednak, że począwszy od drugiego kwartału powinniśmy być świadkami powolnej odbudowy budżetów reklamowych, które przełożą się na wzrost wartości rynku reklamowego w skali całego roku. W związku z powyższym podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj.

Wyniki 4Q2009 - lepiej nawet z pominięciem jednorazowych wydarzeń

Wyniki TVN w czwartym kwartale były znacznie lepsze od naszych oczekiwań ze względu na dużo wyższy niż zakładany przez nas odpis zobowiązania z tytułu zapłaty warunkowej (łącznie około 165 mln PLN). Pomijając jego efekt wyniki nadal kształtowały się powyżej naszych prognoz.

Przychody spółki wzrosły w ujęciu r/r o 16,5% do 680,4 mln PLN i były o 6,4% wyższe od naszych szacunków. Głównym źródłem odchylenia na przychodach były wyższe obroty platformy 'n', które przekroczyły nasze oczekiwania o około 14 mln PLN. Istotniejsze dla oceny długoterminowych perspektyw spółki wydaje nam się jednak odchylenie pochodzące z lepszego od naszych oczekiwań rynku reklamowego (przychody reklamowe o 8,7 mln PLN wyższe od naszych oczekiwań). Przekroczenie prognozy obrotów częściowo wynika również z wyższych przychodów Mango Media (zakładaliśmy płaską dynamikę sprzedaży towarów i usług a nastąpił wzrost o 8,6 mln PLN).

Mimo wysokich przychodów platformy 'n' jej wyniki są źródłem jedynego negatywnego zaskoczenia w wynikach Grupy. Jej strata na poziomie EBITDA sięgnęła 58,6 mln PLN (84,7 mln PLN straty operacyjnej) przy 45 mln PLN straty jaką prognozowaliśmy. Wysokie straty platformy zostały zrekompensowane przez duże cięcia kosztów w segmencie nadawania telewizyjnego i w segmencie online. Spółka zmieniła dotychczasowy sposób prezentacji kosztów jednak z naszych wyliczeń wynika, że cięcia kosztów w tych segmentach sięgnęły 30 mln PLN, głównie w zakresie kosztów programowych (około 21 mln PLN), wynagrodzeń (2 mln PLN) i amortyzacji (2 mln PLN). Ostatecznie wynik operacyjny skorygowany o odpisane zobowiązanie wyniósł około 137 mln PLN (vs. 98,4 mln PLN naszej prognozy).

Saldo działalności finansowej sięgnęło -98,5 mln PLN, przy -90,6 mln PLN naszych prognoz. Głównymi pozycjami salda finansowego były koszty odsetkowe (-60,7 mln PLN), koszty wcześniejszego wykupu obligacji (-62,9 mln PLN), przy czym składały się na nie premia za wcześniejszy wykup obligacji (-27,9 mln PLN) oraz niezamortyzowane, odpisane koszty emisji wykupionych obligacji (-35,1 mln PLN). Na różnicach kursowych spółka rozpoznała około 27,2 mln PLN zysku. Spółka zaksięgowiała zwrot podatku dochodowego w wysokości 0,6 mln PLN wobec oczekiwanego przez nas zapłaconego podatku w kwocie 1,5 mln PLN. Ze względu na wyższą od naszych oczekiwań stratę operacyjną platformy 'n' oraz brak różnic kursowych, które według naszych oczekiwań miał poprawić wynik netto platformy zdecydowanie wyższa od naszych wcześniejszych założeń była też strata netto akcjonariuszy mniejszościowych. Sięgnęła ona 37,8 mln PLN, przy oczekiwanych przez nas 8,0 mln PLN. W rezultacie wynik netto TVN za 4Q2009 sięgnął 242,7 mln PLN, a po skorygowaniu o niegotówkowe jednorazowe wydarzenia sięgnął 77,4 mln PLN.

Podsumowując wyniki TVN oceniamy jako bardzo dobre nawet pomijając sprzyjający efekt wydarzeń jednorazowych. Do pozytywnych informacji płynących z wyników zaliczamy nieco lepszą kondycję rynku reklamowego (jednocyfrowy spadek przychodów reklamowych) oraz znaczące cięcia kosztów. In minus można ocenić wyniki platformy 'n'. Zaznaczyć należy jednak, że słabszy wynik 'n' ma raczej charakter jednorazowy (wyższe koszty dynamicznego rozwoju bazy abonentów w czwartym kwartale). Osiągnięte przychody dają nadzieję, że plan osiągnięcia rentowności EBITDA jest rzeczywistością w zasięgu spółki. Natomiast cięcia kosztów w segmencie telewizyjnym wobec słabości konkurencji (znaczące problemy finansowe TVP) mogą znaleźć swoją kontynuację w kolejnych kwartałach (choć prawdopodobnie nie w takiej



skali jak w 4Q2009).

Rada Nadzorcza zatwierdza plan transakcji zakupu 'n'

Rada Nadzorcza TVN wyraziła zgodę na techniczne modyfikacje mechanizmu realizacji transakcji nabycia udziałów w platformie cyfrowej 'n'. Rada wyraziła również zgodę na udzielenie przez spółkę, w celu rozliczenia transakcji, pożyczek na rzecz Neovision Holding, ITI Neovision Sp. z o.o. oraz Cyfrowy Dom Sp. z o.o., których łączna kwota nie może przekroczyć 135,9 mln EUR (mniej więcej kwota pożyczek podporządkowanych w bilansie TVN). W dniu zamknięcia Transakcji zostaną spłacone pożyczki udzielone przez Grupę ITI Media podmiotom z Grupy Neovision Holding oraz zobowiązanie Grupy ITI Media do zapłaty za obligacje wyemitowane przez spółkę zależną od Spółki, a TVN S.A. będzie miała należność od Grupy Neovision Holding z tytułu udzielonych pożyczek. Model przeprowadzenia transakcji nieznacznie się różni od wcześniej planowanego, jednak jego skutki ekonomiczne pozostają niezmienione.



WSiP (Trzymaj)

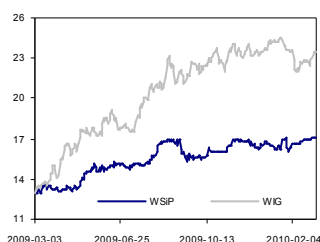
Cena bieżąca: 17,07 PLN

Cena docelowa: 17,2 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-03

(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 (mIn)	24,8
EBITDA	50,0	39,4	-21,1%	42,7	8,2%	42,8	0,4%	MC (cena bieżąca)	422,6
marża EBITDA	25,2%	17,4%		21,5%		21,4%		EV (cena bieżąca)	385,7
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	10,8	18,7		13,2		13,2		Zmiana ceny: 1m	2,2%
P/CE	9,9	14,8		11,7		11,7		Zmiana ceny: 6m	0,7%
P/BV	3,8	4,1		4,1		4,1		Zmiana ceny: 12m	29,3%
EV/EBITDA	7,9	9,1		9,0		9,1		Max (52 tyg.)	17,1
Dyid (%)	10,5	9,3		7,2		7,6		Min (52 tyg.)	13,0



Mimo, że wyniki czwartego kwartału okazały się słabsze od naszych prognoz i oczekiwań zarządu to podtrzymujemy tezę, że spółka w kolejnych latach powinna być w stanie osiągać cel wyznaczony na ubiegły rok w postaci 30 mln PLN jednostkowego zysku netto. Wsparcie dla kursu stanowić będzie też prawdopodobnie Advent, którego zamiarem jest skupienie liczby akcji pozwalającej na ściągnięcie spółki z parkietu. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Odpisy psują wyniki

Wyniki Wydawnictw uzyskane w czwartym kwartale 2009 roku były znacząco słabsze od naszych oczekiwań. Decydujący wpływ na poziom odchylenia wyników od naszych prognoz miało saldo pozostałej działalności operacyjnej wskazujące na mniejszy poziom rozwiązanych rezerw oraz odpis wartości firmy jednostek podporządkowanych, który obniżył wynik brutto o około 3,0 mln PLN.

Przychody WSiP wyniosły 31,1 mln PLN, wobec zakładanych przez nas 21,6 mln PLN. Wyższa od naszych prognoz była zarówno sprzedaż jednostki dominującej jak i spółek zależnych (głównie Zielonej Sowy i Book House). Wysoka sprzedaż została zrealizowana przy bardzo wysokiej marży sięgającej 60,7% (vs 45% prognozy). Wyższa marża może być częściowo efektem zmiany w sposobie ujmowania części kosztów i przesunięcia ich pomiędzy kosztami sprzedaży i ogólnego zarządu oraz kosztami sprzedanych produktów i towarów. Wartość tych pierwszych wyniosła bowiem 30,2 mln PLN, wobec oczekiwanych przez nas 18,6 mln PLN. Wynik netto na sprzedaży wyniósł ostatecznie -11,3 mln PLN, przy -8,9 mln PLN naszej prognozy.

Saldo pozostałej działalności operacyjnej wyniosło +2,0 mln PLN (+6,0 mln PLN naszych oczekiwań). Niskie saldo wskazuje na niższą kwotę rezerw tradycyjnie rozwiązywanych w Wydawnictwach w czwartym kwartale. Spółka w sprawozdaniu podaje dodatkowo informację, że na niską wartość salda miało wpływ zwiększenie odpisu aktualizującego wartość zapasów WSiP w związku ze zmianami w obecnej ofercie wydawniczej. W efekcie wynik operacyjny WSiP sięgnął w 4Q2009 -9,2 mln PLN wobec -2,9 mln PLN naszych oczekiwań.

Saldo działalności finansowej wyniosło -2,2 mln PLN (+0,5 mln PLN prognozy). Przyczyną odchylenia jest odpis wartości firmy jednostek podporządkowanych, który obciążył rezultaty czwartego kwartału kwotą 3,0 mln PLN. Strata netto czwartego kwartału wyniosła 10,8 mln PLN, wobec oczekiwanej przez nas straty w wysokości 2,4 mln PLN.

Advent rezygnuje z wymogu 80% akcji skupionych w wezwaniu

Advent odstąpił od ustalonego wcześniej w warunkach wezwania minimalnego progu 80% kapitału zakładowego jaki musi być skupiony w wezwaniu. .

Advent skupi ponad 75% akcji WSiP

Advent International uzyskał w wezwaniu zapisy na sprzedaż ponad 75% akcji WSiP, co po odliczeniu akcji własnych skupionych ostatnio przez spółkę, stanowi 84% akcji pozostających w obrocie. Transakcja nabycia akcji odbyła się 3 lutego, a jej rozliczenie nastąpiło 8 lutego. Zgodnie z wypowiedzią dyrektora zarządzającej Advent International fundusz podtrzymuje plany wycofania spółki z obrotu giełdowego. Fundusz potrzebuje jeszcze minimum 6% akcji Wydawnictw, by móc przeprowadzić przymusowy wykup akcjonariuszy mniejszościowych. Najprawdopodobniej będzie zatem próbował albo skupić jej z rynku, albo ponowić wezwanie przy analogicznej cenie jak właśnie zakończone.

Projekty WZA

W projektach WZA WSiP znajdują się punkty upoważniające zarząd do przeprowadzenia skupu do 10% akcji własnych. Jednocześnie w projektach zapisane jest umorzenie dotychczas skupionych w buybacku akcji. Będzie to kolejna próba przekroczenia poziomu 90% udziału w akcjonariacie przez Advent International.

IT



AB (Kupuj)

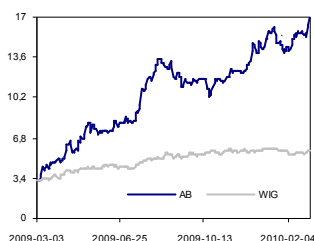
Cena bieżąca: 17,22 PLN Cena docelowa: 15,13 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-08-06

Podstawowe dane (mIn PLN)

(mIn PLN)	2008/09	2009/10P	zmiana	2010/11P	zmiana	2011/12P	zmiana		
Przychody	2 929,5	2 788,9	-4,8%	2 866,7	2,8%	3 106,6	8,4%	Liczba akcji (mln)	16,0
EBITDA	88,4	40,5	-54,2%	52,0	28,5%	59,6	14,5%	MC (cena bieżąca)	274,7
marża EBITDA	3,0%	1,5%		1,8%		1,9%		EV (cena bieżąca)	438,5
EBIT	83,1	35,0	-57,8%	46,5	32,7%	53,9	16,0%	Free float	41,9%
Zysk netto	27,7	20,0	-27,7%	23,8	18,7%	28,7	20,5%		
P/E	9,9	13,7		11,5		9,6		Zmiana ceny: 1m	18,4%
P/CE	8,3	10,8		9,4		8,0		Zmiana ceny: 6m	39,9%
P/BV	1,2	1,1		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	421,8%
EV/EBITDA	5,4	11,1		8,4		7,2		Max (52 tyg.)	17,2
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,3



Mocne wzrosty kursu akcji notowane przez AB w ostatnich tygodniach spowodowały przekroczenie naszej ceny docelowej. Dobre wyniki drugiego kwartału skłaniają nas jednak do podniesienia naszych prognoz i spowodują znaczne podniesienie ceny docelowej. Tymczasowo podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Kolejny bardzo dobry kwartał

AB opublikowało bardzo dobre wyniki finansowe za drugie półrocze roku obrotowego 2009/10. Za odchylenie In plus od naszych prognoz odpowiada wyższa od oczekiwanej przez nas marża brutto oraz wyższe saldo pozostałej działalności operacyjnej.

Przychody spółki osiągnęły wartość 946,8 mln PLN (-4,0% vs ubiegły rok i -2,2% vs nasza prognoza). Zachowana została przy tym tendencja z poprzedniego kwartału: spadały przychody jednostki dominującej, co było częściowo rekompensowane przez wzrost przychodów czeskiego ATC.

Dużo wyższa od przez nas prognozowanej była marża brutto na sprzedaży, która sięgnęła 6,4% (vs 5,2% naszej prognozy). Wyższa rentowność została okupiona wyższymi kosztami sprzedaży i ogólnego zarządu, które wyniosły 30,9 mln PLN, wobec 25,3 mln PLN przed rokiem i 24,7 mln PLN naszych oczekiwań.

Ujemne saldo na pozostałej działalności operacyjnej sięgnęło -6,8 mln PLN, przy zakładanych przez nas -8,0 mln PLN. Na podstawie noty za półrocze możemy stwierdzić, że niższe od oczekiwań były obciążenia marketów i to one w głównej mierze odpowiadają za powstanie odchylenia. Spółka utworzyła co prawda rezerwy na przewidywane koszty obciążenia sieci, ale i tak pozostają one znacząco niższe niż ubiegłoroczne. W rezultacie powyższych tendencji wynik operacyjny AB wyniósł 22,6 mln PLN wobec prognozowanych przez nas 17,1 mln PLN.

Saldo na działalności finansowej było zgodne z naszymi oczekiwaniami (-2,0mln PLN), co przy nieco niższej od zakładanej przez nas efektywnej stawce podatkowej przełożyło się na zysk netto na poziomie 16,4 mln PLN (vs oczekiwane przez nas 11,6 mln PLN).

Podsumowując, wyniki AB oceniamy jako dobre. Niskie obciążenia marketów mogą co prawda okazać się nie wystarczające i mogą one mocniej obniżyć wyniki kolejnych kwartałów jednak kwotę przesunięcia szacujemy maksymalnie na 1 mln PLN.

Wywiad z prezesem Przybyło

W wywiadzie dla Parkietu prezes Przybyło wyraził swoją opinię dotyczącą rynku dystrybucji IT w najbliższym okresie stwierdzając, że nie oczekuje szybkiego odbicia, gdyż nadal mocno widoczne jest odwołanie zakupów ze strony sektora przedsiębiorstw. Prezes podtrzymał również plany rozwoju firmy poprzez przejęcia, choć przyznał jednocześnie, że póki co pozostaje dość pasywny w konsolidacji rynku. Spółka planuje wdrożyć kosztem kilkunastu milionów złotych system informatyczny wspierający zarządzanie. Podzielamy zdanie prezesa, że bieżący rok będzie należał do trudnych dla sektora dystrybucji IT, a problemy będą miały zwłaszcza małe podmioty. Wdrożenie systemu uważamy za dobry ruch, który w przyszłości przyniesie wymierne korzyści w postaci redukcji kosztów działalności.



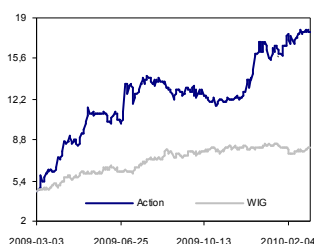
Action (Akumuluj)

Cena bieżąca: 17,91 PLN Cena docelowa: 18,49 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-05

(mIn PLN)	2007/08	2008/09P	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 343,4	3 136,2	33,8%	2 142,3	-31,7%	2 344,6	9,4%	Liczba akcji (mIn)	17,2
EBITDA	66,3	62,2	-6,2%	49,0	-21,3%	57,4	17,2%	MC (cena bieżąca)	308,6
marża EBITDA	2,8%	2,0%		2,3%		2,4%		EV (cena bieżąca)	404,5
EBIT	58,3	49,2	-15,5%	40,1	-18,6%	48,4	20,7%	Free float	35,9%
Zysk netto	33,8	31,2	-7,6%	27,0	-13,6%	33,3	23,5%		
P/E	9,1	9,9		11,4		9,3		Zmiana ceny: 1m	2,0%
P/CE	7,4	7,0		8,6		7,3		Zmiana ceny: 6m	37,8%
P/BV	1,7	1,7		1,5		1,3		Zmiana ceny: 12m	265,5%
EV/EBITDA	6,9	6,7		8,3		7,1		Max (52 tyg.)	18,0
Dyid (%)	1,4	7,7		2,0		1,7		Min (52 tyg.)	4,9



Mocne wzrosty notowań Actionu zredukowały potencjał wzrostowy dla spółki. Wskaźnik P/E na 2010 rok to 11,4, a EV/EBITDA 8,3, na rok przyszły wskaźniki ulegają obniżeniu odpowiednio do 9,3 i 7,1. Obniżamy rekomendację do akumuluj.

Sferis nie na sprzedaż, dywidenda co najmniej 20%

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



ASBIS (Trzymaj)

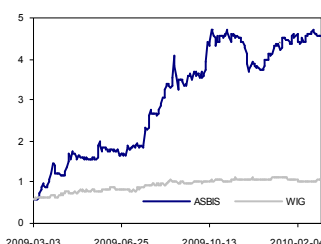
Cena bieżąca: 4,55 PLN

Cena docelowa: 4,23 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-02-03

(mIn USD)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 495,3	1 167,9	-21,9%	1 270,0	8,7%	1 418,0	11,7%	Liczba akcji (mln)	55,5
EBITDA	18,2	5,8	-68,1%	17,0	193,3%	21,6	27,3%	MC (cena bieżąca)	252,5
marża EBITDA	1,2%	0,5%		1,3%		1,5%		EV (cena bieżąca)	282,2
EBIT	15,3	2,9	-81,2%	13,8	379,1%	18,4	32,9%	Free float	4,7%
Zysk netto	4,0	-3,2		6,9		10,6	53,3%		
P/E	22,0			12,8		8,3		Zmiana ceny: 1m	-1,1%
P/CE	12,9			8,8		6,4		Zmiana ceny: 6m	30,7%
P/BV	0,9	1,0		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	658,3%
EV/EBITDA	5,9	17,3		5,8		4,7		Max (52 tyg.)	4,7
Dyid (%)	10,2	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	0,6



Pozytywne tendencje dotyczące wolumenów sprzedaży obecne w wynikach czwartego kwartału skłoniły nas do skorygowania naszych prognoz dotyczących przychodów w bieżącym roku oraz kolejnych latach. Jednocześnie mimo oczekiwanych przez nas problemów, jakie na początku roku spółka może mieć z ujemnymi różnicami kursowymi podtrzymujemy naszą prognozę marży brutto na poziomie 5,2%. Spółka na 2010 rok notowana jest na naszych prognozach z 7,5% dyskontem na wskaźniku EV/EBITDA i 1,6% premią na wskaźniku P/E. Kilkunastoprocentowe dyskonta obserwowane na wskaźnikach 2011 roku (12,1% EV/EBITDA i 15,8% P/E) mogą być naszym zdaniem uzasadnione większą niestabilnością ekonomiczną i polityczną głównych rynków zbytu, na których działa Asbis. W związku z tym podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj.

Wyniki 4Q 2009 - straty na różnicach kursowych psują wyniki

Wyniki Asbisu za czwarty kwartał 2009 roku były słabsze od naszych oczekiwań przede wszystkim ze względu na ujemne różnice kursowe, które obniżyły osiągniętą marżę brutto na sprzedaży i powiększyły koszty finansowe. Ich łączny wpływ na wynik wyniósł około 1,4 mln USD.

Na poziomie przychodów spółka zgodnie z oczekiwaniami zanotowała po raz pierwszy od 3Q2008 pozytywną dynamikę na przychodach w ujęciu r/r. Asbis przebił nasze oczekiwania w tym względzie o 2,2% notując 409,7 mln USD obrotów. Na wzrost ten złożyło się ożywienie w niemal wszystkich segmentach geograficznych, na których operuje spółka, przy czym kluczowa była poprawa sytuacji na rynkach krajów byłego ZSRR (wzrost sprzedaży o 16,6% tj. o 21,7 mln USD) oraz rynkach krajów Europy Środkowo-Wschodniej (5,6% tj. o 8,3 mln USD). W rozbiciu na poszczególne kraje głównym czynnikiem wzrostu przychodów w ostatnich trzech miesiącach roku była sytuacja Ukrainy, gdzie sprzedaż wzrosła z 25,8 mln USD do 47,0 mln USD, tj. o 82,3%. Za poprawą sytuacji na Ukrainie stoją nowe marki wprowadzone do dystrybucji na tamtejszym rynku (podpisane umowy dystrybucyjne m.in. z HP i Lenovo), a także poprawa stabilności finansowej i łatwiejszy dostęp do kredytu tamtejszych przedsiębiorstw. Drugim rynkiem, który zanotował istotny wzrost sprzedaży były Zjednoczone Emiraty Arabskie, gdzie obroty wzrosły w czwartym kwartale o 19,2% do 22,3 mln USD. Pozostałe kluczowe rynki miały stabilną sprzedaż w porównaniu do 4Q2008: przychody w Rosji spadły z 87,7 mln USD do 84,0 mln USD (-4,4%), a na Słowacji wzrosły z 59,0 mln USD do 59,4 mln USD (+0,7%).

Słabiej na tle naszych oczekiwań wyglądała wypracowana marża brutto (4,8% vs. 5,3% prognozy). Za słabszy wynik w tym względzie częściowo odpowiadają ujemne różnice kursowe, które obciążyły wynik brutto na sprzedaży kwotą około 0,9 mln USD. Po skorygowaniu osiągnięć o tę kwotę marża brutto czwartego kwartału wyniosła 5,0%.

Ubytek wyniku brutto w stosunku do naszych założeń został częściowo zrekompensowany niższymi kosztami sprzedaży i ogólnego zarządu (14,6 mln USD, przy 15,5 mln USD prognozy). W rezultacie wynik operacyjny Asbis wyniósł 5,1 mln USD (5,8 mln USD naszych oczekiwań).

Wyższe od zakładanego przez nas było ujemne saldo na działalności finansowej (-2,2 mln USD, przy -1,2 mln USD oczekiwań). Przyczyną odchylenia jest z jednej strony część zaksięgowanych różnic kursowych, które obniżyły saldo o 0,5 mln USD, z drugiej wyższe od oczekiwanych były koszty finansowania długiem i poprzez factoring (+0,3 mln USD w stosunku do naszych prognoz) i brak oczekiwanych przez nas przychodów finansowych z tytułu odsetek od należności (-0,2 mln USD vs prognoza). Naliczony podatek był zgodny z naszymi oczekiwaniami. W konsekwencji zysk netto spółki sięgnął 2,3 mln USD, podczas gdy nasza prognoza przewidywała osiągnięcie 4,1 mln USD zysku netto.



Asseco Poland (Kupuj)

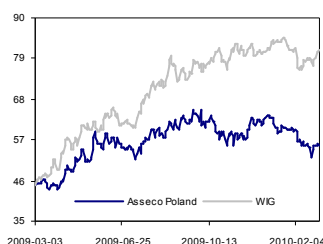
Cena bieżąca: 55,5 PLN

Cena docelowa: 71,9 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-19

(mIn PLN)	2008	2009P	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 786,6	3 023,5	8,5%	3 193,7	5,6%	3 389,2	6,1%	Liczba akcji (mIn)	77,6
EBITDA	591,8	652,7	10,3%	681,0	4,3%	706,7	3,8%	MC (cena bieżąca)	4 304,9
marża EBITDA	21,2%	21,6%		21,3%		20,9%		EV (cena bieżąca)	4 732,6
EBIT	494,3	548,6	11,0%	573,8	4,6%	596,9	4,0%	Free float	55,1%
Zysk netto	321,6	372,1	15,7%	365,5	-1,8%	389,4	6,5%		
P/E	13,4	11,6		11,8		11,1		Zmiana ceny: 1m	-7,3%
P/CE	10,3	9,0		9,1		8,6		Zmiana ceny: 6m	-11,2%
P/BV	1,1	1,0		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	22,0%
EV/EBITDA	7,5	7,3		6,9		6,4		Max (52 tyg.)	65,4
Dyid (%)	2,8	2,6		2,5		2,7		Min (52 tyg.)	43,7



Asseco Poland notowane jest na bieżący rok przy wskaźniku EV/EBITDA na poziomie 6,9 i P/E wynoszącym 11,8, co daje odpowiednio 6,7% i 11,8% dyskonta do spółek porównywalnych. Po uwzględnieniu posiadanych przez spółkę akcji własnych (zakładając ich umorzenie) wskaźniki maleją odpowiednio do 6,2 dla EV EBITDA i 10,6 dla P/E (16,9% oraz 21,2% dyskonta). Na rynku panuje obawa o pojawienie się 3,4 mln akcji podaży ze strony spółki, co łącznie daje wartość około 190 mln PLN. Tymczasem zakładając 30% stopę dywidendy spółka wypłaciłaby akcjonariuszom około 115 mln PLN. Zatrzymanie większej części zysku w spółce oraz zaciągnięcie długu stanowią dla nas skuteczną alternatywę dla przeprowadzenia emisji. Dlatego też rozmiar ewentualnej podaży nie uzasadnia naszym zdaniem skali przeceny jaka dotknęła spółkę. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Planowany udział w przetargu na elektroniczny system do poboru opłat

Asseco Poland, Stalexport Autostrada Dolnośląska, PTK-Centertel, Asseco Poland, Alcatel Lucent Polska i Telex są wymieniane wśród podmiotów zainteresowanych udziałem w przetargu na „Krajowy system poboru opłat, w tym czynności związane z poborem opłaty elektronicznej” organizowanym przez GDDKiA. Zamówienie obejmuje zaprojektowanie, dostawę i obsługę Systemu Elektronicznego Poboru Opłat (ESP) wraz z czynnościami związanymi z poborem Opłaty Elektronicznej na autostradach, drogach ekspresowych i drogach o klasie niższej niż autostrady (drogi alternatywne) oraz zaprojektowanie, dostawę oraz obsługę Manualnego Systemu Poboru (MSP) wraz z czynnościami związanymi z poborem opłat na autostradach. Wartość zamówienia to około 0,5 mld PLN. Żadna ze spółek nie złożyła jeszcze oferty, dlatego trudno mówić o potencjalnych szansach którejkolwiek z podmiotów. Na pewno jest to interesujący z punktu widzenia Asseco Poland przetarg stwarzający duże szanse na późniejsze administrowanie systemem.

Kontrakt Asseco Systems w ARiMR

Asseco Systems wygrało przetarg organizowany przez Agencję Restrukturyzacji i Modernizacji Rolnictwa na usługi wsparcia technicznego dla oprogramowania Oracle. Wartość oferty złożonej przez Asseco Systems to 10,96 mln PLN brutto. Kontrakt ma obowiązywać do końca 2011 roku. Dodaje to około 4,5 mln PLN do portfela kontraktów na lata 2010 i 2011.

Emisja: przesunięcie w czasie czy dyskonto?

W Parkiecie rozważane są dwie opcje dla emisji akcji planowanej przez spółkę. Intencją Asseco jest sprzedaż swoich akcji za minimalnie 60 PLN, jednak bieżący kurs rynkowy kształtuje się obecnie niżej niż wyznaczony jako minimum target. W związku z powyższym dziennik spekuluje, że mogłoby dojść do przesunięcia w czasie emisji na lepsze czasy, bądź też do zaoferowania większego dyskonta. Wydaje nam się, że z punktu widzenia spółki rozsądniejszym wyjściem jest przełożenie emisji. Zasoby gotówkowe wystarczą na sfinansowanie niewielkiego przejęcia, a do dyspozycji Asseco ma jeszcze sporą linię kredytową. W takich warunkach spółka może tymczasowo zrezygnować z emisji i powrócić do niej w bardziej sprzyjających okolicznościach. Wydaje nam się, że oferowanie jeszcze większego dyskonta mija się z celem, gdyż wobec dużej podaży akcji ze strony Skarbu Państwa w innych oferta rozbudzi jedynie oczekiwania na dalsze dyskonto.

Asseco Systems z kontraktem od Pol-Aquy

Asseco Systems wykona komplet instalacji elektrycznych, teletechnicznych i system zarządzania automatyką w obecnie budowanej siedzibie Pol-Aquy na warszawskim Wilanowie. Wartość kontraktu to 5,6 mln netto. Asseco Systems zobowiązało się zakończyć swoje prace do 30 września. Przychody samego Asseco Systems sięgną w 2009 roku około 250 mln PLN. Wartość kontraktu to zatem około 2% przychodów spółki.

Trzy konsorcja złożyły oferty w przetargu przy Baltic Arenie, w tym Asseco z TP SA

Trzy konsorcja złożyły oferty w przetargu na wybór Partnera Technologicznego Stadionu Piłkarskiego w Gdańsku. Konsorcjum TP SA, Asseco Systems, Auditel Ingenieria y Servicios i Abantia Polska złożyło ofertę o wartości 80,42 mln PLN netto. Najniższą pod względem wartości ofertę złożyła spółka Trias. Jej wartość to 71,9 mln PLN netto. Kryteria oceny ofert to cena – 97% i okres gwarancji – 3%. W budżecie projektu zarezerwowano na niego kwotę 84 mln PLN netto. Wobec dużej wagi przyłożonej do ceny oferty, prawdopodobieństwo zdobycia kontraktu przez Asseco Poland i TP jest bliskie zeru.

Plany Asseco Systems

Asseco Systems zakłada, że do końca tego roku podpisze minimum dwa istotne kontrakty w segmencie automatyki budynkowej, warte kilkadziesiąt milionów złotych każdy - poinformował wiceprezes Tadeusz Kij. Wiceprezes dodał, że w segmencie automatyki budynkowej spółka ma portfel zamówień o wartości 70 mln PLN. Przychody Asseco Systems za 2009 rok sięgną około 250 mln PLN. Realizacja tych założeń najprawdopodobniej pozwoliłaby spółce osiągnąć wzrost przychodów w ujęciu r/r nawet jeśli realizacja powyższych kontraktów tylko częściowo wejdzie w 2010 rok.



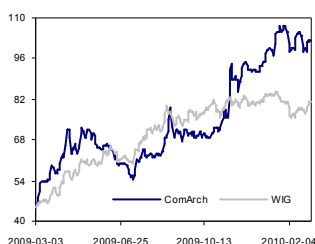
ComArch (Redukuj)

Cena bieżąca: 102,2 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 (mIn)	8,0
EBITDA	66,0	57,7	-12,6%	66,8	15,8%	89,0	33,2%	MC (cena bieżąca)	813,6
marża EBITDA	9,4%	7,9%		9,4%		10,7%		EV (cena bieżąca)	745,9
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	4,1	24,4		20,7		15,9		Zmiana ceny: 1m	-2,7%
P/CE	3,7	10,8		11,4		9,7		Zmiana ceny: 6m	43,9%
P/BV	1,5	1,5		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m	104,4%
EV/EBITDA	11,4	12,5		11,2		8,2		Max (52 tyg.)	107,5
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	50,0



Po słabym 2009 roku rok bieżący powinien stać pod znakiem znaczącej poprawy wyników Grupy Comarch płynących przede wszystkim z działań restrukturyzacyjnych przeprowadzonych w niemieckim SoftM oraz poprawy wyników spółek celowych. Dużych szans dla spółki upatrujemy w starcie budowy elektronicznej administracji w Polsce, na udział w której Comarch ma bardzo duże szanse. Niemniej uważamy, że obecna wycena rynkowa w pełni odzwierciedla potencjał do poprawy wyników w tym roku. Uwzględnione w cenach jest też według nas znaczne przyszłe zaangażowanie w Plan Informatyzacji Państwa. Wskaźnik EV/EBITDA (11,2) i P/E (20,7) na bieżący rok implikują odpowiednio 42,2% i 50,6% premii do polskich i zagranicznych spółek porównawczych. Na uwzględniających udział w informatyzacji kraju naszych prognozach na 2011 rok premia ta maleje do odpowiednio 12,6% oraz 38,7%. Według nas nie ma podstaw, by już teraz dyskontować większe zaangażowanie w projekty administracyjne, które mogłyby dodatkowo zredukować poziomy premii w notowaniach. Podtrzymujemy rekomendację redukuj.

Wysoka rentowność spółki dominującej

Wyniki Comarchu w czwartym kwartale ukształtowały się znacząco powyżej naszych oczekiwań. Źródłem pozytywnego zaskoczenia jest przede wszystkim bardzo wysoka marża brutto na sprzedaży Grupy (27,1%) wykreowana głównie w jednostce dominującej (36,1%). Przychody spółki wyniosły 233,1 mln PLN, tj. o 15,2% więcej niż przewidywaliśmy w naszych prognozach. Wyższe od naszych założeń były przy tym przychody z dwóch sektorów: publicznego: (+20,4 mln PLN vs nasza prognoza) i TMT (+5,4 mln PLN). Spadek przychodów w porównaniu do ubiegłego roku (-25,6% r/r) jest efektem bazy porównawczej zawyżonej przez realizację kontraktu dla MEN za 98,1 mln PLN.

Wyższemu od naszych oczekiwań poziomowi przychodów towarzyszyła wysoka marża brutto, która wzrosła w porównaniu do ubiegłego roku z 22,8% do 27,1%. Tak wysoki poziom rentowności brutto Grupa osiągnęła dwukrotnie w ostatnich czterech latach (1Q2006 i 1Q2007) jednak był to okres, gdy w strukturze Grupy nie było jeszcze SoftM. Rentowność brutto spółki dominującej na poziomie 36,1% jest najwyższą osiągniętą przez spółkę od początku 1999 roku. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wyniosły 36,4 mln PLN wobec 28,8 mln PLN naszej prognozy. Odchylenie wynika z jednej strony z wyższych od spodziewanych przez nas obrotów spółki, z drugiej z bardzo wysokiej amortyzacji zaksięgowanej w czwartym kwartale (11,4 mln PLN). Nie posiadamy obecnie sprawozdania SoftM za czwarty kwartał, ale po amortyzacji zaksięgowanej na jednostkowym sprawozdaniu wnioskujemy, że to właśnie niemiecka spółka zależna odpowiada za większość tej kwoty. Najprawdopodobniej zatem znów pojawiły się w niej odpisy wartości aktywów.

Saldo pozostałe działalności operacyjnej wyniosło +0,7 mln PLN i było zgodne z naszymi oczekiwaniami. W efekcie wynik operacyjny wyniósł 26,1 mln PLN wobec 16,0 mln PLN naszej prognozy.

Nieco niższe od naszych założeń było dodatnie saldo na działalności finansowej (+1,1 mln PLN przy +1,5 mln PLN prognozy). Zgodnie z prognozami spółka zanotowała ujemną efektywną stopę podatkową. Nieznacznie wyższa od oczekiwań była strata mniejszości, która wyniosła 0,7 mln PLN. Ostatecznie wynik netto Comarchu wyniósł w czwartym kwartale 27,6 mln PLN wobec oczekiwanych przez nas 17,6 mln PLN.

Podsumowując, wyniki spółki oceniamy jako pod każdym względem bardzo dobre. Przy dużo niższym od zakładanego spadku sprzedaży spółce udało się osiągnąć bardzo wysoką rentowność operacyjną (11,2%) i to mimo znacznego obciążenia wyniku wysoką amortyzacją. Dodatkowo spółka w sprawozdaniu zaprezentowała wartość bieżącego portfela kontraktów (344,3 mln PLN, 6,6% więcej niż przed rokiem), którą również odczytujemy jako pozytywną niespodziankę. Kluczową kwestią pozostaje powtarzalność uzyskanego wyniku w przyszłości. Osiągnięta historycznie najwyższa marża brutto może wskazywać na pewne jednorazowe wydarzenia zawyżające jej poziom.

W tym roku SoftM na plusie, za kilka lat z podwojonym udziałem w rynku ERP

Zdaniem prezesa SoftM spółka ma w tym roku osiągnąć rentowność operacyjną przy utrzymanym poziomie przychodów. Już czwarty kwartał wypadł zdecydowanie lepiej niż poprzednie kwartały 2009 roku i jest nadzieja, że przy poprawiającej się sytuacji gospodarczej Niemiec w roku bieżącym nastąpi dalsza poprawa wyników spółki. Jednocześnie długoterminowym celem SoftM jest powiększenie swojego udziału w segmencie oprogramowania ERP w Niemczech z obecnych 2% do 4-5% w perspektywie najbliższych kilku lat. Jednocześnie Prezes Piątosza poinformował, że nie podjęta została jeszcze decyzja o ewentualnym wycofaniu SoftM z giełdy we Frankfurcie. W kwestii wyników SoftM w 4Q2009 spodziewamy się niewielkiego zysku operacyjnego na poziomie około 0,3 mln EUR. Plan osiągnięcia rentowności w tym roku wydaje nam się jednak zbyt ambitny. Biorąc pod uwagę skalę przeprowadzonych redukcji zatrudnienia (średnia liczba etatów spadnie w 2010 roku o 5% w ujęciu r/r) oraz planowane dalsze inwestycje wydaje nam się, że mimo wszystko SoftM zanotuje około 1,5 mln EUR straty. Utrzymanie przychodów na niezmiennym poziomie będzie wymagać dalszego wzrostu sprzedaży oprogramowania Semiramis i Sharknex, gdyż najprawdopodobniej segment integracji sprzętowej (w 2009 roku około 8 mln EUR) najprawdopodobniej dalej będzie tracił na wartości.

Złożenie najniższej oferty

Comarch złożył ofertę z najniższą ceną w przetargu organizowanym przez Centrum Systemów Informacyjnych Ochrony Zdrowia na zaprojektowanie, wytworzenie i wdrożenie prototypu systemu do gromadzenia informacji o zdarzeniach medycznych. Oferta Comarchu ma wartość 888,6 tys. PLN. Ofertę o wartości 2,95 mln PLN złożyło konsorcjum w składzie: JCommerce, Introl, Global Services i SPSS Polska. W przetargu wystartowało też Accenture z ofertą o wartości 3,38 mln PLN.

Kontrakt z Alior Bankiem

Comarch podpisał z Alior Bankiem umowę, na mocy której będzie odpowiadał przez cały 2010 r. za rozwój wdrożonych przez siebie systemów informatycznych. Umowa dotyczy również współpracy przy nowych przedsięwzięciach informatycznych planowanych przez Alior Bank. Jest to prolongata obecnie obowiązującej umowy utrzymaniowej. Spółka nie podała kwoty umowy. Szacujemy jednak, że jej wartość nie powinna przekraczać 2-3 mln PLN.

Przychody segmentu ERP o 10% w górę w 2010

Zdaniem wiceprezesa Comarchu Zbigniewa Rymarczyka odpowiedzialnego jednocześnie za dektor MSP/ERP Comarch planuje w 2010 r. zwiększyć sprzedaż systemów ERP o minimum 10% w skali całej Grupy. Po dziewięciu miesiącach 2009 r. sprzedaż sektora ERP w grupie Comarchu wzrosła o 12%. Wydaje się, że utrzymanie takiej dynamiki przychodów segmentu może okazać się trudne. Na 12% dynamikę roku ubiegłego składało się przejęcie SoftM i zwiększona sprzedaż na rynku niemieckim. Ponadto wydaje nam się, że tempo rozwoju rodzimego rynku nie powinno być wyższe niż przed rokiem. Dlatego też ponad 10% wzrost przychodów Comarchu musiałby się naszym zdaniem odbyć w dużej mierze poprzez wzrost udziałów rynkowych.



Komputronik (Trzymaj)

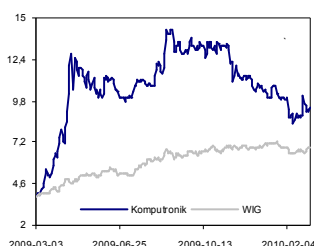
Cena bieżąca: 9,4 PLN

Cena docelowa: 11,56 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-08

(mIn PLN)	2008	2009P	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 (mln)	8,2
EBITDA	15,0	10,1	-32,5%	16,2	60,2%	23,3	43,4%	MC (cena bieżąca)	77,0
marża EBITDA	2,0%	1,0%		1,8%		2,2%		EV (cena bieżąca)	120,2
EBIT	10,0	2,3	-76,6%	10,8	362,3%	17,7	64,8%	Free float	25,2%
Zysk netto	5,8	2,2	-63,0%	7,5	247,9%	11,5	53,7%		
P/E	13,2	35,7		10,3		6,7		Zmiana ceny: 1m	-6,0%
P/CE	7,1	7,7		5,9		4,5		Zmiana ceny: 6m	-29,3%
P/BV	0,6	0,6		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	140,4%
EV/EBITDA	6,3	11,5		7,4		5,1		Max (52 tyg.)	14,3
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,9



Wyniki finansowe osiągnięte przez Komputronik w czwartym kwartale były dużo słabsze od naszych oczekiwań, pokazując spadek skonsolidowanych przychodów oraz istotne zmniejszenie marży brutto w spółce dominującej. O ile część czynników wpływających na słabość wyników Komputronika miała charakter jednorazowy i powinna ulec odwróceniu w kolejnych kwartałach (niedopłata w refundacji kosztów marketingu), o tyle niższe poziomy bonusów posprzedażowych oraz słabnąca dynamika przychodów może według nas wpływać na sytuację finansową spółki w najbliższych kilku miesiącach. Jednocześnie zgodnie ze skorygowanym programem motywacyjnym pracownicy będą mieli możliwość objęcia akcji spółki po bardzo niskiej cenie, co wpłynie na rozwodnienie obecnych akcjonariuszy tylko w niewielkim stopniu poprawiając pozycję gotówkową spółki. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Wyniki 4Q2009 – słaby kwartał spółki dominującej

Wyniki Komputronika za czwarty kwartał 2009 roku były znacząco słabsze od naszych oczekiwań, przy czym źródłem negatywnego odchylenia były przede wszystkim osiągnięcia jednostki dominującej. W przypadku Karen wyniki były powyżej naszych prognoz, ze względu na zysk rozpoznany na transakcji sprzedaży praw do wykorzystania znaku towarowego California Access na terenie Unii Europejskiej. Po skorygowaniu rezultatów Karen o wpływ tego jednorazowego zdarzenia wyniki były zgodne z naszymi oczekiwaniami.

Przychody Grupy Komputronik spadły w porównaniu do ubiegłego roku o 5,2% do 266,1 mln PLN. Spadek nastąpił, mimo że zarówno Karen jak i spółka dominująca zanotowały wzrost osiąganych obrotów. Jest to efekt całkowitego zastąpienia innych dystrybutorów przez Komputronik w dostawach towarów dla Karen. Wzrost przychodów spółki dominującej z tego tytułu jest jednak w dużym stopniu wyłączony z konsolidacji. Za spadek przychodów w Komputroniku odpowiedzialny był przede wszystkim segment detaliczny. Sytuacja w Karenie wyglądała w tym segmencie zdecydowanie lepiej ze względu na niską bazę oraz przeprowadzaną w tym roku restrukturyzację, która podniosła efektywność sklepów.

Słabszej sprzedaży towarzyszył znaczący spadek rentowności brutto. Ponownie za gorszy wynik odpowiedzialna była spółka dominująca. W Karenie marża brutto wzrosła w porównaniu do ubiegłego roku z 5,7% do 10,1% co wraz ze wzrostem sprzedaży spółki zależnej zadziałało amortyzująco na skonsolidowaną marżę. W samej spółce-matce marża brutto spadła z 12,6% do 10,0%. Tak gwałtowny spadek rentowności jest częściowo spowodowany przesunięciem czasowym w zwrocie kosztów marketingowych na około 2 mln PLN. Niedopłata ta powinna zostać skorygowana w ciągu dwóch kwartałów. Kolejnym czynnikiem obniżającym marżę były niższe o około 1,5 mln PLN r/r bonusy otrzymane od producentów. Spadek premii sprzedażowych wynika głównie ze zmiany struktury sprzedaży na rzecz towarów o niższych zakontraktowanych bonusach, a także z rozliczenia księgowego całorocznych premii.

Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wzrosły w porównaniu do ubiegłego roku o 2,6 mln PLN do 29,2 mln PLN i były o 1,2 mln PLN wyższe od naszych oczekiwań. Osiągnięty wynik operacyjny został poprawiony dzięki korzystnemu saldu pozostałej działalności operacyjnej, które sięgnęło +0,9 mln PLN. Na pozytywne saldo wpłynęła przede wszystkim sprzedaż praw do użytkowania znaku towarowego California Access przez Karen za 1,2 mln PLN netto (0,9 mln PLN zysku na sprzedaży). Ponadto znaczącym źródłem przychodów były też prowizje od sprzedaży ratalnej i ubezpieczeń. Ostatecznie wynik operacyjny wyniósł 2,5 mln PLN, przy 5,8 mln PLN naszej prognozy.

Saldo działalności finansowej zamknęło się kwotą -0,2 mln PLN, co przy zaksięgowanym podatku dochodowym na poziomie 0,3 mln PLN pozwoliło spółce osiągnąć zysk netto na poziomie 1,9 mln PLN.

Przejęcie akcji Techmexu

Komputronik poinformował o przejęciu należących dotychczas do prezesa Techmexu 530 tys. akcji tej spółki w wyniku realizacji poręczenia udzielonego dla zobowiązań Techmexu wobec

Karenu i Komputronika. Powyższy ruch wraz ze złożeniem wniosku o zmianę upadłości likwidacyjnej na układową wskazują naszym zdaniem na chęć zaangażowania kapitałowego w Techmex i przeprowadzenie zamiany długu na akcje.

Uchwały NWZA

Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy zdecydowało o zmianie warunków przyznawania warrantów subskrypcyjnych w ramach programu motywacyjnego. Warranty mają być obecnie przyznawane za darmo, podczas gdy poprzednie regulacje wyznaczały cenę warrantu na implikujące $P/E = 6$ w przypadku gdy bieżąca cena rynkowa implikuje P/E co najmniej 11 i 40% dyskonta do ceny rynkowej jeśli implikuje ona P/E poniżej 11. Obecnie powyższy warunek wycenowy ma zostać nałożony na zakup akcji w ramach posiadanych warrantów. Wcześniejsza regulacja pozostawiała zarządowi wybór ceny akcji dla realizacji warrantów. Już poprzednia regulacja była naszym zdaniem niekorzystna dla akcjonariusza, gdyż w naszym mniemaniu nie premiowała dobrego wyniku spółki, tylko wysoką waluację w relacji do wyników. Powoduje to, że przy niezmienionej cenie rynkowej akcji premiowany jest jak najniższy wynik spółki. W poprzedniej regulacji można jednak było mieć nadzieję, że poprzez cenę objęcia akcji za warrantary zarząd będzie korygował tę nieprawidłowość. Ze względu na niski poziom kapitalizacji program nie powinien być jednak tak kosztowny. Przyjmując, że do wyliczenia ceny akcji będzie przyjęty wynik netto z 15-miesięcznego roku obrotowego cena emisyjna akcji wyniesie według naszych prognoz 1,26 PLN. Przy emisji maksymalnej ilości 400 tys. warrantów oznacza to, że koszt programu motywacyjnego to 3,1 mln PLN.

Uchylenie decyzji o upadłości Techmexu

Sąd Okręgowy w Bielsku Białej uchylił wcześniejszą decyzję o upadłości likwidacyjnej Techmexu i przekazał sprawę do ponownego rozpatrzenia. Podtrzymujemy tezę, że w upadłości likwidacyjnej Komputronikowi i Karenowi trudno byłoby odzyskać zaangażowane środki. Dlatego też informację o możliwej zamianie upadłości Techmexu na układową postrzegamy jako pozytywną dla obydwu spółek. Należy zauważyć ponadto, że Komputronik posiada obecnie 530 tys. akcji Techmexu, które wraz ze wzrostem kursu znacząco zyskują na wartości. Na koniec poszczególnych kwartałów Komputronik będzie najprawdopodobniej wyceniał ten pakiet po wartości rynkowej.

Sprzedaż akcji Techmexu

Komputronik poinformował o zbyciu 472,8 tys. akcji Techmexu po średniej cenie 2,27 PLN. Na sprzedaży spółka rozpozna około 0,5 mln PLN zysku, który poprawi wynik piątego kwartału. Ruch ten oceniamy jako rozsądny. Spółka zachowała około 100 tys. akcji, które są pakietem wystarczającym by wpływać na działalność spółki, a nadwyżkę z zyskiem sprzedała eliminując ryzyko kursowe.



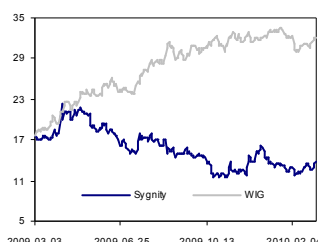
Sygnity (Kupuj)

Cena bieżąca: 13,81 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)	164,1
marża EBITDA	5,7%	-10,5%		3,4%		5,2%		EV (cena bieżąca)	203,1
EBIT	11,5	-94,8		-9,6	-89,9%	8,4		Free float	66,1%
Zysk netto	-1,5	-89,4	5923,7%	-13,7	-84,7%	0,3			
P/E						630,3		Zmiana ceny: 1m	7,1%
P/CE	3,8			9,2		5,3		Zmiana ceny: 6m	-8,2%
P/BV	0,4	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-18,8%
EV/EBITDA	3,2			9,2		5,0		Max (52 tyg.)	22,3
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	11,5



Bieżący rok powinien przynieść znaczącą poprawę wyników finansowych spółki. Brak jednorazowych wydarzeń (utworzone rezerwy oraz zyski ze sprzedaży aktywów) oraz wprowadzany przez zarząd program oszczędnościowy poprawią wynik operacyjny o około 75 mln PLN. Dodatkowo obecna kontrakcja daje naszym zdaniem duże szanse na wzrost przychodów w tym roku o 80 mln PLN w ujęciu r/r, co przyniesie według naszych szacunków dodatkowe 10-12 mln PLN zysku operacyjnego. Jednocześnie obecna zasoby gotówkowe spółki pozwalają na zapłatę kar umownych bez stwarzania zagrożenia dla płynności Sygnity. W związku z powyższym podtrzymujemy naszą dotychczasową rekomendację kupuj.

Niskie przychody, duże oszczędności

Sygnity zgodnie z naszymi oczekiwaniami zaprezentowało słabe wyniki finansowe za czwarty kwartał 2009 roku. Głównymi zaskoczeniami wyników są bardzo niskie przychody oraz wysoka marża brutto na sprzedaży. Częściowo wynika ona najprawdopodobniej z jednorazowego zysku osiągniętego z tytułu zwrotu niesłusznie naliczonej kary przez ARIMR (wydaje nam się, że 2,9 mln PLN zysku z tego tytułu zostało zaksięgowanych właśnie w wyniku brutto na sprzedaży). Częściowo jest to też zapewne efekt planu restrukturyzacyjnego polegającego na czasowym obniżeniu wynagrodzeń oraz zamrożeniu systemu premiowego). W marży brutto może być też widoczny efekt obrezerwowania nierentownych kontraktów w 2Q2009, co pozwoliło spółce pokazać w czwartym kwartale wynik nieobciążony ich stratami.

Przychody spółki wyniosły 164,3 mln PLN, tj. o 17,9% mniej niż przewidywaliśmy w naszych prognozach. Bardzo niskie przychody w czwartym kwartale (-51,3% r/r) spółka tłumaczy przesunięciem realizacji 3 kontraktów oraz odstąpieniem klientów od realizacji dwóch zleceń. Udział usług i produktów własnych w przychodach wyniósł 75,4%, przy 64,9% przed rokiem.

Niski poziom przychodów został zrekompensowany wysoką marżą brutto, która wzrosła w porównaniu do ubiegłego roku z 24,1% do 30,7%. Jak zaznaczyliśmy wyżej wynika to najprawdopodobniej częściowo z wydarzenia jednorazowego w kwocie 2,9 mln PLN. Pomijając jego efekt marża pozostaje jednak znacząco wyższa (28,9%) od naszych oczekiwań (23,0%) i zeszłorocznego osiągnięcia (24,1%). Jest to zapewne efekt czasowej obniżki wynagrodzeń związanej z pierwszym etapem planu restrukturyzacyjnego.

Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu spadły w porównaniu do ubiegłego roku z 51,7 mln PLN do 39,6 mln PLN. Spadek ten był mniejszy o naszych prognoz przewidujących powyższe koszty na poziomie 37,0 mln PLN.

Saldo pozostałe działalności operacyjnej wyniosło +0,5 mln PLN wobec zakładanych przez nas +2,5 mln PLN. Odchylenie jest przede wszystkim efektem oczekiwanych przez nas na poziomie salda rozwiązań rezerw na kwotę 3,0 mln PLN. W efekcie wynik operacyjny wyniósł 11,3 mln PLN wobec 11,5 mln PLN naszej prognozy.

Wyższe od naszych założeń było ujemne saldo na działalności finansowej (-2,9 mln PLN przy -2,0 mln PLN prognozy). Jest to efekt wyższych kosztów odsetkowych, które wzrosły wyraźnie zwłaszcza w odniesieniu do obligacji (z 0,9 mln PLN w 3Q2009 do 2,1 mln PLN w 4Q2009). Nieco wyższy od prognozowanego był też naliczony podatek dochodowy (1,6 mln PLN vs 1,0 mln PLN prognozy). Ostatecznie wynik netto Sygnity wyniósł w czwartym kwartale 6,9 mln PLN wobec oczekiwanych przez nas 8,5 mln PLN.

Podsumowując, wyniki spółki oceniamy jako słabe, ale nie powinny one raczej stanowić zaskoczenia dla inwestorów. Za główne negatywne zaskoczenie uważamy bardzo niskie przychody wynikające z problemów z kontrakcją. In plus spółce należy policzyć pozytywne efekty przeprowadzonej restrukturyzacji kosztowej. Pozytywnie należy też ocenić zmiany w bilansie spółki – na koniec roku udało się osiągnąć gotówkę netto w wysokości 4 mln PLN. Zwracamy jednak uwagę, że pojawienie się gotówki netto w spółce ma najprawdopodobniej charakter przejściowy i do końca pierwszego kwartału spółka powinna ponownie pokazywać zadłużenie netto. Również część poczynionych oszczędności ma charakter przejściowy (czasowa obniżka pensji miała miejsce do końca 2009 roku). Dlatego też kluczowe pozostają w

tym momencie dwie kwestie – bieżąca kontraktacja, która musi pozwolić uniknąć zeszłorocznych kłopotów (przewidujemy, że obecny backlog to około 270 mln PLN) oraz drugi etap planu restrukturyzacji, którego skutki mają już być trwałe. Po zapoznaniu się z fazą realizacji tych dwóch celów podejmiemy decyzję w związku z ewentualną zmianą naszych prognoz.

Plan połączenia z Aramem

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

Kontrakt od GUS

Konsorcjum Sygnity i PTK Centertel zdobyło kontrakt w GUS na świadczenie usług instalacyjnych, obsługi eksploatacyjnej oraz asysty technicznej systemu informatycznego wspierającego przeprowadzenie spisów powszechnych. Wartość kontraktu to 2,3 mln PLN z VAT. Szacujemy, że na Sygnity przypadnie około połowy tej kwoty tj. około 0,9 mln netto.

Górnictwo, metale



KGHM (Redukuj)

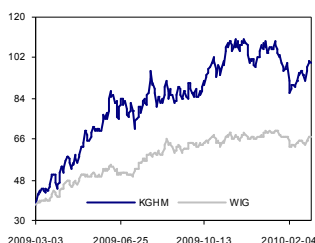
Cena bieżąca: 100,1 PLN Cena docelowa: 90,4 PLN

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	10 600,3	-6,2%	11 060,5	4,3%	10 359,9	-6,3%	Liczba akcji (mln)	200,0
EBITDA	4 077,7	3 211,5	-21,2%	3 641,5	13,4%	2 414,2	-33,7%	MC (cena bieżąca)	20 020,0
marża EBITDA	36,1%	30,3%		32,9%		23,3%		EV (cena bieżąca)	18 648,8
EBIT	3 596,4	2 663,8	-25,9%	3 098,1	16,3%	1 843,0	-40,5%	Free float	36,0%
Zysk netto	2 910,4	2 540,9	-12,7%	2 270,1	-10,7%	1 716,1	-24,4%		
P/E	6,9	7,9		8,8		11,7		Zmiana ceny: 1m	1,5%
P/CE	5,9	6,5		7,1		8,8		Zmiana ceny: 6m	12,6%
P/BV	1,9	1,9		1,8		1,7		Zmiana ceny: 12m	129,7%
EV/EBITDA	4,5	5,9		5,1		7,5		Max (52 tyg.)	110,7
Dyid (%)	9,0	11,7		7,6		4,5		Min (52 tyg.)	42,1



4Q okazał się dla spółki bardzo udany – lepszy niż nasze oczekiwania m.in. dzięki wysokiemu wolumenowi sprzedaży zasobów oraz niższym rezerwom (zarząd pierwotnie zapowiadał utworzenie 200 mln PLN rezerwy na utratę wartości w spółkach zależnych, ostatecznie jedynie 60 mln PLN). Sytuacja sprzyja również spółce w 1Q2010, gdzie m.in. dzięki trzęsieniu ziemi w Chile inwestorzy ponownie zaczęli obawiać się o przyszłe dostawy metalu (w rzeczywistości żadne instalacje górnicze nie zostały uszkodzone, problem dotyczy dróg, co jednak powinno zostać dosyć szybko usunięte) windując cenę miedzi do poziomu 7 400 USD/t. Nie zmieniamy zdania, że krótkoterminowe i średnioterminowe (dwa lata) perspektywy dla miedzi nie uzasadniają takiego wzrostu cen. Liczba długich pozycji netto na metalu osiągnęła poziom znacząco wyższy niż w szczycie hossy 2007. W przypadku pogorszenia sentymentu inwestorów związanego z sytuacją makroekonomiczną ruchy cenowe na metalu mogą być bardzo dynamiczne. Biorąc pod uwagę nawet wysokie ceny miedzi a z drugiej strony zakładany przez spółkę CAPEX, naszym zdaniem obecna cena nie pozostawia dużego up-sidu. Podtrzymujemy rekomendację redukuj.

Dobry kwartał KGHM

W 4Q2009 jednostkowe przychody KGHM wyniosły 3,2 mld PLN, wynik operacyjny 854 mln PLN a wynik netto 685,3 mln PLN. Wyniki są lepsze niż oczekiwaliśmy. Na poziomie EBIT to o 174 mln PLN więcej niż nasza prognoza (na poziomie netto +256 mln PLN). Największa różnica z naszą prognozą dotyczy wolumenu sprzedaży, który ostatecznie wyniósł 146 tys. (nasza prognoza: 126 tys. ton – zgodnie z sugestiami zarządu założyliśmy przesunięcie 10 tys. ton na 2010 rok), a srebra 254 tony (235 ton). Oznacza to, że spółka zamiast nie wykonać planu sprzedaży miedzi przekroczyła o ok. 10 tys. ton. Spółka sprzedała część zasobów, które jeszcze posiadała z poprzedniego roku na co wskazują dane dotyczące rocznej produkcji 502 tys. ton miedzi – i sprzedaży – 510 tys. ton. m.in. dzięki temu spółka zanotowała niższy jednostkowy koszt produkcji miedzi (wyższy wolumen sprzedaży to większe rozbić kosztów stałych), który w 4Q2009 wyniósł 11 170 PLN/t (prognoza 12 560 PLN/t). Wynik na transakcjach zabezpieczających w 4Q wyniósł -236 mln PLN i głównie obciążył wynik na pozostałych kosztach operacyjnych. W ostatnich trzech miesiącach 2009 roku spółka wdrożyła strategię zabezpieczającą dla miedzi na poziomie 58,5 tys. ton (2010 i IH2011). Wyniki spółki chociaż bardzo dobre mają już charakter historyczny.

Plan wielkiego CAPEXU

Prawdopodobnie na kwietniowym spotkaniu Rady Nadzorczej zapadnie decyzja co do rekomendacji Zarządu dotyczącej wypłaty dywidendy z zysku za rok 2009 (2,5 mld PLN). Zarząd podtrzymuje budżetowany poziom inwestycji w br. na poziomie 1,6 mld PLN wydatków na rzeczowy majątek trwały oraz dodatkowe 1,6 mld PLN inwestycji kapitałowych. W drugiej pozycji znajdują się m.in.: zakup zagranicznego złoża miedzi (w marcu negocjacje cenowe) oraz inwestycje we własny FIZ (kilkaset milionów PLN, fundusz ma inwestować m.in. w energie odnawialną i usługi hotelarskie). Zarząd potwierdza również zainteresowanie spółki inwestycjami w spółki prywatyzowane przez Skarb Państwa. Zwracamy uwagę na fakt, że jeżeli zarząd podejmie decyzję o budowie pieca zawieszinowego (decyzja w IH2010) to CAPEX w okresie 2011/12 wzrośnie do co najmniej 2 mld PLN rocznie. Do tego dochodzą wydatki związane z budową infrastruktury górniczej (kilkaset mln USD), jeżeli spółka kupi zapowiadane złoża (zarząd chce kupić udokumentowane złoża bez żadnej infrastruktury). Zrealizowanie się takiego scenariusza oznacza, że spółki nie stać na wysokie dywidendy (yield powyżej 10%) w kolejnych latach – nawet przy utrzymaniu się obecnych cen miedzi. W scenariuszu negatywnym spadek cen metalu przy tak rozbudowanym CAPEXie (którego nie można wstrzymać)

oznaczałby bardzo szybkie zadłużenie się spółki.

Rynek miedzi

Zgodnie z danymi ICSG, po jedenastu miesiącach 2009 światowa konsumpcja miedzi wyniosła 16,6 mln ton i była o niespełna 1% niższa niż w analogicznym okresie poprzedniego roku. 40% światowego popytu pochodziło z Chin (6,6 mln ton), które w ujęciu r/r zwiększyły konsumpcję o 41% (+1,9 mln ton). W tym czasie główne światowe gospodarki (30% światowego zużycia metalu, 5 mln ton): UE-15, Japonia, USA zanotowały spadki r/r odpowiednio o: 19%, 28% i 20%. W analizowanym okresie produkcja górnicza miedzi zwiększyła się o 1,6% do 14,4 mln ton, a produkcja miedzi rafinowanej o 0,4% (16,8 mln ton). Wykorzystanie mocy produkcyjnych w kopalniach nadal pozostawało na bardzo niskim historycznie poziomie 82% - natomiast same moce produkcyjne wzrosły w ciągu roku o ok. 700 tys. ton do 17,8 mln ton. Pod koniec roku wyraźnie wzrosło natomiast wykorzystanie mocy produkcyjnych hut, które notują już wskaźnik zbliżony do okresu, kiedy gospodarka znajdowała się we wzrostowej fazie (82-84%). Produkcja hutnicza rosła w Chile (+8,2%) i Chinach (+8,6%).



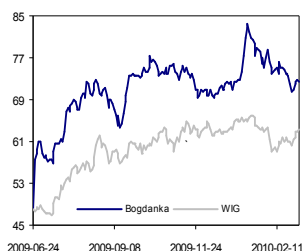
LW Bogdanka (Trzymaj)

Cena bieżąca: 61,45 PLN Cena docelowa: 80,1 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2010-02-03

(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 (mln)	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	-7,6%
P/CE	7,2	6,4		6,3		4,5		Zmiana ceny: 6m	8,3%
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



Częściowe dane dotyczące wyników spółki za 4Q są lepsze niż budżet zarządu i nieco niższe niż nasze oczekiwania. Największa różnica dotyczy przychodów ze sprzedaży, jest to jednak przede wszystkim efekt zmiany prezentacji w sprawozdaniu sprzedaży z Pola Stefanów i nie ma wpływu na FCF. Spółka podpisała wreszcie długoterminową (15 lat) umowę z Elektrownią Kozienice, co wiąże ze spółką jej największego klienta. Na obecną chwilę nie widzimy przesłania do zmiany prognoz na rok 2010. Podtrzymujemy też rekomendację trzymaj.

Wyniki za 4Q

Ze względu na potrzeby zbilansowania wyników branży górnictwa węgla kamiennego LWB opublikowała niezaudytowane wyniki finansowe w zakresie przychodów, zysku operacyjnego i zysku netto za 2009 r. Skonsolidowane przychody osiągnęły poziom 1,118 mld PLN (97,8 % prognozy zarządu). Zysk operacyjny wyniósł 226,7 mln PLN (+11,5% r/r, 101,9% prognozy zarządu). Skonsolidowany zysk netto osiągnął poziom 190,8 mln PLN (+22,3% r/r, 107,2 %). Szczegółowy raport roczny zostanie opublikowany 22 marca. Wyniki spółki za 4Q są nieco słabsze niż oczekiwaliśmy i zgodnie z oczekiwaniami lepsze niż całoroczna prognoza zarządu. Słabszy wynik to przede wszystkim efekt niższych przychodów ze sprzedaży, które najprawdopodobniej są efektem niższej niż zakładaliśmy (również zarząd) efektywnej ceny sprzedaży węgla (wyższe rabaty od zakontraktowanych wcześniej cen). Ponadto kluczowe jest zapoznanie się z danymi o wolumenie sprzedaży. Nie można wykluczyć, że po osiągnięciu zakładanego przez zarząd w budżecie planu na poziomie EBIT i zysku netto podjęto decyzję o przesunięciu w czasie sprzedaży części wolumenu na rok 2010.

Przemysł



Astarta (Sprzedaż)

Cena bieżąca: 47 PLN

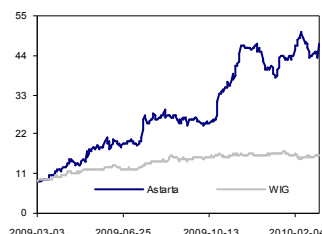
Cena docelowa: 31,6 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2010-02-12

Podstawowe dane (mIn PLN)

(mIn UAH)	2008	2009P	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana		
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)	1 175,0
marża EBITDA	23,0%	34,1%		30,3%		31,5%		EV (cena bieżąca)	1 436,8
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		11,2		12,9		11,2		Zmiana ceny: 1m	1,2%
P/CE		9,0		10,0		8,8		Zmiana ceny: 6m	78,0%
P/BV	5,2	3,3		2,7		2,4		Zmiana ceny: 12m	400,0%
EV/EBITDA	19,4	8,2		8,2		7,1		Max (52 tyg.)	50,5
Dywidenda (%)	0,0	0,0		0,0		3,9		Min (52 tyg.)	9,0



Prognozy wyników za czwarty kwartał 2009 są wysokie i bliskie naszym oczekiwaniom. Utrzymujemy, że bardzo dobre wyniki za 2009 rok są doskonałą okazją do sprzedaży akcji Spółki. Spotowe ceny cukru na Ukrainie spadły z powyżej 700 USD za tonę pod koniec stycznia 2010 do 550 USD za tonę obecnie. Podtrzymujemy naszą negatywną rekomendację dla akcji Spółki Astarta.

Prognoza wyników 4Q2009

Spółka przedstawiła prognozę wyników za 2009 rok. Całkowite przychody wyniosły 1,358 mln UAH (+40% r/r), zysk brutto ze sprzedaży wyniósł 443 mln UAH (+9% r/r), a EBITDA wzrosła do 555 mln UAH (+148% r/r). Spółka poinformowała, że sprzedaż eksportowa wzrosła o 40% r/r i wyniosła 20 mln USD. Przedstawione przez Spółkę przychody ze sprzedaży są o 7,6% niższe niż wynikało to z naszej prognozy, z kolei wartość EBITDA jest o 10,7% wyższa od naszych oczekiwań. Wartość zysku brutto ze sprzedaży jest o 6,3% niższa niż wynikałoby to z naszej prognozy. Spółka poinformowała, że bank ziemi wzrósł do 175 ha na koniec grudnia 2010, a wolumen sprzedawanego cukru spadł o 9% w porównaniu do roku 2008. Produkcja mleka wzrosła o 22% r/r. Z kolei wolumen sprzedawanych płodów rolnych wzrósł o 27% r/r.

Ceny cukru na świecie

Obecne ceny cukru na świecie są wyraźnie przewartościowane. O ile na Ukrainie w sezonie 2009/2010 można było zaobserwować tendencję niedoboru buraków cukrowych, to na świecie zarówno pod względem surowca, jak i gotowego produktu nie można mówić o poważnych brakach. Według danych USDA w sezonie 2009/2010 światowa konsumpcja cukru wyniesie 152,8 mld ton przy produkcji 153,5 mld ton. Amerykańskie ministerstwo rolnictwa podaje, że na koniec sezonu 2009/2010 światowe rezerwy cukru wprawdzie spadną o 5,7% r/r, ale spadki te będą dużo mniejsze niż przed rokiem (-30,7% r/r). Według innego źródła, F.O. LICHT, w sezonie 2009/2010 światowe spożycie cukru wyniesie 163,4 mld ton i będzie o 4,8% niższe niż jego produkcja. Z kolei światowe rezerwy cukru w bieżącym sezonie wzrosną o 2,5% r/r.

W Brazylii będącej największym producentem i eksporterem cukru na świecie ponad 55% zbiorów trzciny cukrowej przeznaczane jest na produkcję etanolu jako komponentu biopaliw. Większe zapotrzebowanie na tanie paliwa z udziałem biokomponentów w Brazylii, jakie zostało zanotowane w połowie 2008 roku (na skutek wysokich cen ropy) przełoży się na większy areał przeznaczony pod produkcję trzciny cukrowej (w maju rozpoczynają się zbiory w Brazylii). Również wielu producentów trzciny cukrowej w tym kraju poważnie przemysli czy przy znacznie wyższych poziomach cukru w bieżącym roku warto jest przeznaczać trzcinę cukrową na produkcję biokomponentów. W bieżącym sezonie USDA spodziewa się, że produkcja cukru na terenie Brazylii wzrośnie o 12,2% r/r. Na świecie spodziewane jest też zwiększenie mocy wytwórczych w Tajlandii, która wyrasta na światowego eksportera cukru (wzrost w bieżącym sezonie o 6,9% r/r). Indie, będące największym światowym konsumentem cukru, w bieżącym sezonie wyprodukują 6,2 mld ton cukru mniej niż wyniesie jego konsumpcja, ale deficyt ten będzie o 23,2% niższy niż rok wcześniej. Również spodziewane jest, że w dłuższym terminie Chiny sprostają swojemu zapotrzebowaniu na cukier, tym niemniej jeszcze w tym sezonie deficyt produkcji wyniesie w tym kraju 2,3 mld ton. Bardziej sprzyjające warunki pogodowe w USA sprawią, że produkcja cukru w tym kraju wzrośnie o 3,1% r/r, a deficyt produkcji cukru powróci do poziomu z sezonu 2007/2008. To wszystko sprawia, że ceny cukru powinny w niedalekiej przyszłości ulegać obniżeniu. Dodatkowo na spadek cen pozytywnie wpływać powinien umacniający się dolar, oraz ewentualne rozliczenie transakcji na kontraktach towarowych. Nie bez znaczenia będzie również spodziewane zacieśnienie polityki monetarnej w głównych gospodarkach świata.

W ciągu ostatnich 30-40 lat na rynku cukru oprócz obecnej miały miejsce jeszcze 2 hossy. Pierwsza z wymienionych miała miejsce w latach 1973-75, natomiast druga w latach 1979-81. To co było dla nich wspólne, to fakt iż występowały one bezpośrednio po hossie na rynku ropy, oraz że maksimum cenowe osiągały w miesiącach listopad-grudzień, później ceny gwałtownie spadały. Jest to związane z faktem, że zdecydowana część producentów trzciny cukrowej zlokalizowana jest na półkuli południowej, a pora sucha trwa tam w miesiącach maj-październik. Na jej początku następują zbiory trzciny cukrowej. Bieżąca hossa cen cukru wydaje się być bardzo podobna do dwóch poprzednich. W miesiącach zimowych ceny przekroczyły poziomy 600-700 USD za tonę i obecnie znajdują się na poziomie poniżej 600 USD. Spodziewamy się, że podobnie jak miało to miejsce wcześniej ceny już wkrótce ulegną spadkowi i powrócą do poziomu sprzed wzrostów.

Spółka oskarżona o wstrzymywanie importu cukru

Astarta znalazła się wśród dwóch innych przedsiębiorstw oskarżonych przez Ukraiński Urząd Antymonopolowy o wstrzymywanie dostaw cukru na Ukrainę. Oskarżenie ma związek z kwotami importowymi, jakie zostały wprowadzone na Ukrainie w związku ze wstąpieniem do Światowej Organizacji Handlu. Spółka odpięra zarzuty i mówi, że licencja importowa została wydana dopiero w końcu grudnia. Oskarżenia są efektem gwałtownych wzrostów cen cukru na Ukrainie spowodowanymi przez wzrastające ceny surowca na światowych rynkach. Spółki cukrowe na Ukrainie posiadają kwoty importowe odpowiadające procentowemu udziałowi w krajowej produkcji cukru. Astarta 83% swojej produkcji cukru kieruje do dużych klientów korporacyjnych (często zakładów przemysłowych). To jednak nie czyni jej odporną na potencjalne zabiegi organów rządowych idące w kierunku obniżenia cen cukru na Ukrainie. Naszym zdaniem w niedalekiej przyszłości działalnością Astarty może być zainteresowany któryś z urzędów regulacyjnych na Ukrainie.



Famur (Sprzedaj)

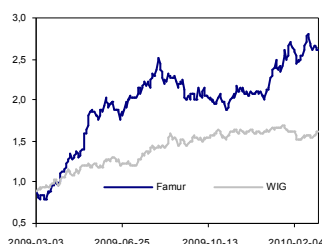
Cena bieżąca: 2,6 PLN

Cena docelowa: 2,2 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2010-02-04

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 089,1	695,1	-36,2%	608,7	-12,4%	655,9	7,7%	Liczba akcji (mln)	481,5
EBITDA	199,0	133,5	-32,9%	152,0	13,8%	166,5	9,6%	MC (cena bieżąca)	1 251,9
marża EBITDA	18,3%	19,2%		25,0%		25,4%		EV (cena bieżąca)	1 112,2
EBIT	164,2	100,7	-38,6%	116,9	16,0%	127,9	9,4%	Free float	11,8%
Zysk netto	59,1	58,0	-1,7%	94,4	62,6%	106,4	12,8%		
P/E	21,2	21,6		13,3		11,8		Zmiana ceny: 1m	0,4%
P/CE	13,3	13,8		9,7		8,6		Zmiana ceny: 6m	18,2%
P/BV	1,9	1,8		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m	229,1%
EV/EBITDA	6,8	10,0		7,3		6,3		Max (52 tyg.)	2,8
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	0,8



Wyniki czwartego kwartału były rozczarowujące. Przychody ze sprzedaży spadły o 51,1% r/r, a wartość zysku operacyjnego bez uwzględnienia odpisów aktualizujących była o 79,9% niższa niż w analogicznym okresie rok wcześniej. Spółka by pokryć koszty stałe zmuszona jest do zejścia z ceną w przetargach, co znalazło swoje miejsce w rentowności wyniku operacyjnego. Spodziewamy się, że czwarty kwartał nie będzie tym ostatnim, który negatywnie zaskoczy inwestorów. Spółka przy mniej chłonnych rynkach zagranicznych, będzie się musiała koncentrować na rynku krajowym. To z kolei przy słabych wynikach finansowych kopalni, mniejszej płynności spółek górniczych i konkurencji taniego węgla z Rosji negatywnie wpływać będzie na poziom wydatków inwestycyjnych. Mniejsza chłonność rynku krajowego wzmacniać będzie konkurencję w branży. Uważamy również, że niemożliwe jest szybkie odrobienie poziomu przychodów w segmentach odlewów i urządzeń dźwigowych. Prognozujemy powolny wzrost przychodów w tych segmentach w pierwszej połowie roku i nieco wyższą dynamikę w drugiej połowie. Spodziewamy się, że rok 2010 będzie dla Spółki słaby i dlatego podtrzymujemy naszą niską wycenę. Rekomendujemy sprzedaż akcji Famuru.

Budżety kopalni

Trzy największe spółki węglowe (Kompania Węglowa, Jastrzębska Spółka Węglowa i Katowicki Holding Węglowy) poinformowały o założonych na 2010 rok budżetach. Kompania Węglowa, największa spółka węglowa w Polsce zakłada 198 mln PLN straty netto w 2010 roku wobec 38,4 mln zysku w 2009 roku. Zarząd spodziewa się że rok 2010 będzie dla kompani trudniejszy od poprzedniego. W ubiegłym roku energetyka zakontraktowała od spółki około 21 mln ton węgla, a odebrała około 18 mln ton. Na rok 2010 jest obecnie zakontraktowane 15-16 mln ton. Za główną przyczynę znaczącego spadku wydobycia i sprzedaży, Zarząd podaje konkurencję węgla z Rosji. Oprócz mniejszego wydobycia w obecnym roku zakłada się również zmniejszenie zatrudnienia, zamrożenie płac oraz obniżenie poziomu inwestycji. Te ostatnie zaplanowano na poziomie 800 mln PLN wobec planowanych 1170 mln PLN w 2009 (900 mln PLN wykonanych). Z kolei Jastrzębska Spółka Węglowa planuje zysk netto na poziomie bliskim prognozie rentowności wobec 340 mln PLN straty w 2009 roku. Zarząd na bieżący rok zakłada wzrost wydobycia węgla o 30% r/r, nieznaczne zwiększenie zatrudnienia i inwestycje na poziomie 650 mln PLN. W zeszłym roku spółka planowała przeznaczyć na inwestycje 750 mln PLN (550 mln PLN zainwestowanych). Zwiększenie wydobycia o niemalże 1/3 ma się odbywać mimo, że raczej trudno jest o rychłe odbicie w hutnictwie, a Spółka jest największym w Polsce dostawcą wysokokalorycznego węgla koksowniczego. Znacząco lepsza płynność w bieżącym roku będzie miała miejsce w Katowickim Holdingu Węglowym. Jest to rezultatem przeprowadzonego programu emisji obligacji węglowych. Według nieoficjalnych informacji Spółka w 2009 roku wypracowała zysk netto na poziomie 87 mln PLN. Z kolei właściciel działającego na terenie Czech OKD, Holenderski NWR poinformował, że w bieżącym roku planuje przeznaczyć na inwestycje 80-100 mln EUR, wobec 234 mln EUR wydanych w 2009 roku. Naszym zdaniem niższe jak przed rokiem wydatki inwestycyjne jeszcze bardziej zaostrzą konkurencję na rynku maszyn i urządzeń dla górnictwa. Z kolei słabe wyniki spółek węglowych na terenie kraju negatywnie wpłyną na płynność finansową kopalń, co w dalszej kolejności przełoży się na długość terminów, w jakich regulowane są zobowiązania.

gorzej od oczekiwań (głównie przez odpisy) - Wyniki 4Q2009

Przychody ze sprzedaży za czwarty kwartał okazały się o 36,4% wyższe od naszych oczekiwań i o 51,1% niższe niż w analogicznym okresie rok wcześniej. Marża zysku brutto ze sprzedaży spadła z 38,3% w 4Q2008 do 16,1% w 4Q2009 i było to związane przede wszystkim ze spadkiem przychodów ze sprzedaży. Przeprowadzone przez Spółkę w ciągu całego 2009 roku oszczędności kosztowe przyczyniły się do spadku kosztów sprzedaży o 82,1% r/r i kosztów zarządu o 13,4% r/r. To jednak nie wystarczyło aby czwarty kwartał zamknąć dodatnim poziomem zysku operacyjnego (-1,7 mln PLN). Ten był jednak dodatkowo obciążony



utworzonymi odpisami aktualizującymi na zapasach w wysokości 11,1 mln PLN oraz odpisami aktualizującymi należności w wysokości 6,3 mln PLN. Bez wymienionych odpisów wynik ten wyniósłby 11,3 mln PLN i byłby o 26,3% niższy niż wynikałoby to z naszych prognoz. W naszej prognozie zakładaliśmy EBIT na poziomie 15,3 mln PLN. Niższa wartość zysku operacyjnego wraz z mniejszą jak rok wcześniej amortyzacją przyczyniła się do mniejszej o 97,3% wartości EBITDA. Zysk netto przypadający akcjonariuszom spółki dominującej w 4Q2009 wyniósł -2,6 mln PLN, wobec 2,9 mln straty w analogicznym okresie rok wcześniej. Wynik netto był obciążony w kwocie -2,9 mln PLN przez utworzone odpisy i rezerwy.



Kęty (Trzymaj)

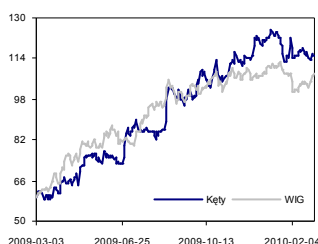
Cena bieżąca: 115 PLN

Cena docelowa: 120,39 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2010-02-24

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 170,8	1 107,3	-5,4%	1 193,2	7,8%	1 266,9	6,2%	Liczba akcji (mln)	9,2
EBITDA	188,4	188,1	-0,1%	189,7	0,8%	207,3	9,3%	MC (cena bieżąca)	1 061,0
marża EBITDA	16,1%	17,0%		15,9%		16,4%		EV (cena bieżąca)	1 292,5
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	17,3	14,9		12,0		10,5		Zmiana ceny: 1m	-5,7%
P/CE	8,6	7,8		6,9		6,3		Zmiana ceny: 6m	15,6%
P/BV	1,5	1,3		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	85,5%
EV/EBITDA	7,6	6,8		6,8		6,1		Max (52 tyg.)	125,4
Dyid (%)	3,9	0,0		3,3		4,6		Min (52 tyg.)	58,3



W bieżącym roku Zarząd nie spodziewa się znaczących wzrostów obrotów na rynkach docelowych. Spółka stawia na sprzedaż eksportową. Wyklucza natomiast możliwość zdobywania nowych rynków przez akwizycję, przyznając, że trudno jest dostrzec nadarżającą się do tego okazję. Słabsze wyniki czwartego kwartału zmusiły Zarząd do konserwatywnego podejścia do prognozy na 2010 rok. Zarząd zapowiada 6% r/r dynamikę przychodów, mniejszą o 1,2pp marżę zysku operacyjnego oraz zysk netto wyższy o 15% r/r. Zarząd spostrzega znaczącą konkurencję w segmentach wyrobów wyciskanych i systemów aluminiowych. To przy mniej chłonnym rynku sprawia, że zdecydowanie trudniej jest wypracować wysokie poziomy marży. Nie bez znaczenia jest również udział Spółki w projektach prestiżowych. Mimo że posiadają one mniejszą marżę wbudowaną, to w przyszłości pozwalają na udział w intratnych i dochodowych projektach. Zalecamy trzymanie akcji Kęt w portfelu, szczególnie mając na uwadze że otoczenie makro dla Spółki będzie ulegać stopniowej poprawie.

Zarząd o 2010 roku

Zarząd zapowiedział, że w przyszłym roku priorytetami będzie obrona pozycji na krajowym rynku, oraz próba mocniejszego wejścia na rynki zachodnie (głównie niemiecki). Jednocześnie jak na razie wyklucza się zdobycie nowych rynków przez akwizycję. Zarząd spodziewa się, że 2010 rok będzie upływał pod znakiem stabilizacji. Nie wierzy jednocześnie w szybkie odbicie w gospodarce, ale przyznaje że druga połowa powinna być lepsza od pierwszej. Na rynku krajowym widoczna jest znaczna konkurencja. Dotyczy to przede wszystkim segmentu wyrobów wyciskanych, gdzie wiele firm próbuje za wszelką cenę sprzedać swoje produkty na naszym rynku. To z kolei przy mniejszej chłonności rynku nie pozwala na zwiększenie ceny oraz przeniesienie wszystkich kosztów na klienta. Mimo tego planuje się zwiększenie sprzedaży w SWW do 20% r/r. Zarząd spodziewa się również 5% r/r wzrostu w segmencie systemów aluminiowych. Wzrost mają napędzać inwestycje infrastrukturalne w budownictwie drogowym, energetyce i ochronie środowiska. Spodziewane jest natomiast obniżenie dynamiki przychodów w segmencie usług budowlanych. Obecnie portfel zamówień jest wypełniony w 60%, ale Zarząd przyznaje, że trudno będzie łączyć pozostałą część. W 2010 roku planuje się przeznaczyć dużo więcej środków na inwestycje. W sumie sięgną one 147 mln PLN (w tym 32 mln PLN funduszy unijnych). Z tego około 20 mln PLN stanowi przesunięcie nakładów z roku 2009.



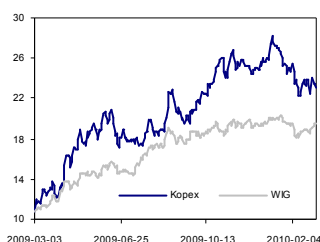
Kopex (Redukuj)

Cena bieżąca: 23,16 PLN Cena docelowa: 21,66 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2010-02-04

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 982,6	2 313,4	16,7%	2 586,7	11,8%	2 737,8	5,8%	Liczba akcji (mln)	74,3
EBITDA	236,0	237,6	0,7%	283,8	19,5%	297,6	4,9%	MC (cena bieżąca)	1 721,5
marża EBITDA	11,9%	10,3%		11,0%		10,9%		EV (cena bieżąca)	2 038,8
EBIT	174,9	154,1	-11,9%	197,3	28,0%	210,2	6,6%	Free float	27,2%
Zysk netto	90,3	92,8	2,8%	123,3	32,9%	136,1	10,3%		
P/E	17,4	18,6		14,0		12,7		Zmiana ceny: 1m	-8,6%
P/CE	10,3	9,8		8,2		7,7		Zmiana ceny: 6m	13,0%
P/BV	0,8	0,8		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	97,9%
EV/EBITDA	8,2	9,0		7,2		6,6		Max (52 tyg.)	28,3
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	11,6



W czwartym kwartale 2009 Spółka wypracowała przychody ze sprzedaży o 9,4% niższe niż w analogicznym okresie rok wcześniej. Nie uwzględniając aktualizacji wartości wyceny przejętej spółki Waratah (7,5 mln PLN) zysk netto byłby o 45,9% niższy niż w analogicznym okresie rok wcześniej. Uważamy, że w bieżącym roku sytuacja na rynku krajowym może być jeszcze trudniejsza niż rok wcześniej. Spodziewamy się 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. Potencjalny brak zamówień w zależnym od Spółki Tagorze, brak rozstrzygnięć w zagranicznych kontraktach oraz wysoki stopień konkurencji na rynku krajowym zmuszają nas do obniżenia prognozy na 2010 rok. Spodziewamy się, że pierwszy kwartał, jak i pierwsza połowa roku będzie rozczarowująca dla inwestorów. Podtrzymujemy naszą negatywną rekomendację i zalecamy redukcję akcji Spółki Kopex.

Budżety kopalni

Trzy największe spółki węglowe (Kompania Węglowa, Jastrzębska Spółka Węglowa i Katowicki Holding Węglowy) poinformowały o założonych na 2010 rok budżetach. Kompania Węglowa, największa spółka węglowa w Polsce zakłada 198 mln PLN straty netto w 2010 roku wobec 38,4 mln zysku w 2009 roku. Zarząd spodziewa się że rok 2010 będzie dla kompani trudniejszy od poprzedniego. W ubiegłym roku energetyka zakontraktowała od spółki około 21 mln ton węgla, a odebrała około 18 mln ton. Na rok 2010 jest obecnie zakontraktowane 15-16 mln ton. Za główną przyczynę znaczącego spadku wydobycia i sprzedaży, Zarząd podaje konkurencję węgla z Rosji. Oprócz mniejszego wydobycia w obecnym roku zakłada się również zmniejszenie zatrudnienia, zamrożenie płac oraz obniżenie poziomu inwestycji. Te ostatnie zaplanowano na poziomie 800 mln PLN wobec planowanych 1170 mln PLN w 2009 (900 mln PLN wykonanych). Z kolei Jastrzębska Spółka Węglowa planuje zysk netto na poziomie bliskim prognozie rentowności wobec 340 mln PLN straty w 2009 roku. Zarząd na bieżący rok zakłada wzrost wydobycia węgla o 30% r/r, nieznaczne zwiększenie zatrudnienia i inwestycje na poziomie 650 mln PLN. W zeszłym roku spółka planowała przeznaczyć na inwestycje 750 mln PLN (550 mln PLN zainwestowanych). Zwiększenie wydobycia o niemalże 1/3 ma się odbywać mimo, że raczej trudno jest o rychłe odbicie w hutnictwie, a Spółka jest największym w Polsce dostawcą wysokokalorycznego węgla koksowniczego. Znacząco lepsza płynność w bieżącym roku będzie miała miejsce w Katowickim Holdingu Węglowym. Jest to rezultatem przeprowadzonego programu emisji obligacji węglowych. Według nieoficjalnych informacji Spółka w 2009 roku wypracowała zysk netto na poziomie 87 mln PLN. Z kolei właściciel działającego na terenie Czech OKD, Holenderski NWR poinformował, że w bieżącym roku planuje przeznaczyć na inwestycje 80-100 mln EUR, wobec 234 mln EUR wydanych w 2009 roku. Naszym zdaniem niższe jak przed rokiem wydatki inwestycyjne jeszcze bardziej zaostrzą konkurencję na rynku maszyn i urządzeń dla górnictwa. Z kolei słabe wyniki spółek węglowych na terenie kraju negatywnie wpłyną na płynność finansową kopalni, co w dalszej kolejności przełoży się na długość terminów, w jakich regulowane są zobowiązania.

Odejście handlowców

Z Kopexu odchodzi część zespołu zajmującego się handlem energią elektryczną. Katowicki Centrozap przejmie sześciu z ośmiu handlowców. Zespół opuszcza między innymi dotychczasowy zarządzający zespołem. Pracownicy Ci posiadają uprawnienia maklerskie do handlu energią na międzynarodowych giełdach energii i cenne kontakty. Spółka zaznacza, że rozstanie z obecnym zespołem odbywa się w dobrej atmosferze. Nowe osoby, mające zastąpić dotychczasowy zespół współpracują obecnie z odchodzącymi wkrótce pracownikami tak, aby przekazanie obowiązków odbywało się bez strat dla działalności Spółki. Przychody segmentu stanowiły 31% przychodów za 1-3Q2009 i wygenerowały 10,8% zysku operacyjnego.

Rezygnacja osoby zarządzającej

Wiceprezes Zarządu, Tadeusz Soroka - Dyrektor ds. Energii Elektrycznej i Paliw zrezygnował z pełnionej przez siebie funkcji. W oświadczeniu nie podano przyczyn rezygnacji. Przed połączeniem z Zabrzeńskimi Zakładami Mechanicznymi Pan Tadeusz Soroka piastował stanowisko prezesa Zarządu. Spółka poinformowała, że jego odejście było planowane już wcześniej i nie ma związku z odejściem handlowców z departamentem ds. obrotu energią.

Zakup spółki RYFAMA

Kopex w dniu 19 lutego 2010 zawarł trzy umowy mające na celu nabycie akcji spółki Ryfama. W sumie Kopex zobowiązał się do nabycia 1 402 007 akcji stanowiących 89,87% kapitału zakładowego. Część z akcji (24,9%) zostanie w pierwszej kolejności zakupiona przez głównego akcjonariusza Kopexu – Pana Krzysztofa Jędrzejewskiego. Do spełnienia się warunków dwóch z trzech zawartych umów potrzebna jest zgoda UOKiK. RYFAMA to doświadczony (115 lat) producent kompletnych rozwiązań środków transportu horyzontalnego wszelkiego typu, a w szczególności przenośników zagrzeblowych. Produkowane przez spółkę systemy mają być uzupełnieniem oferty w zakresie kombajnów ścianowych i obudów zmechanizowanych. Inwestycja traktowana jest jako długoterminowa, a nabycie akcji będzie finansowane za pomocą środków własnych Kopexu oraz środków uzyskanych w drodze emisji akcji serii C Spółki. Zarząd Kopexu zakłada, że w wyniku osiągnięcia efektów synergii w Grupie, Ryfama osiągnie rentowność netto na poziomie 10%. Uważamy, że raczej nie będzie to jeszcze możliwe w 2009 i 2010 roku. Producent przenośników zagrzeblowych najprawdopodobniej będzie konsolidowany w wynikach począwszy od trzeciego kwartału 2010 roku.

Gazeta giełdy Parkiet poinformowała, że o przejęciu rybnickiej Ryfamy zainteresowany był również główny krajowy konkurent Kopexu - katowicki Famur. W wypowiedzi dla dziennika prezes Waldemar Łaski przyznał, że oczekiwana przez sprzedającego cena była zbyt wygórowana. To sprawiło, że okres zwrotu z inwestycji był zbyt długi.

W roku 2008 Ryfama miała 249,5 mln PLN przychodów ze sprzedaży i wypracowała 4,8 mln straty netto oraz 9,4 mln zysku operacyjnego. Dług netto opiewał na 13,2 mln PLN, a zobowiązania handlowe sięgały 88,4 mln PLN. Kopex poinformował, że spora część zobowiązań handlowych jest na zasadzie relacji z głównym akcjonariuszem (Grupa Gwarant). Według nieoficjalnych informacji przychody ze sprzedaży za 2009 rok wyniosły około 190 mln PLN, a zysk netto był bliski zeru. Zadłużenie bankowe na koniec 2009 roku opiewało na 14 mln PLN, a wartość leasingu 9 mln PLN.

Wywiad z prezesem

W wywiadzie Prezes Kostempski poinformował, że w obecnym roku w Spółce spodziewany jest wzrost przychodów i zysków. Spółka w segmencie usług górniczych ma kontrakty na kilka lat do przodu, z kolei w segmencie maszyn górniczych widoczna jest stabilizacja. Ze względu jednak na wzmożoną konkurencję, spadkowi ulega rentowność kontraktów. Inwestycje w roku 2010 mają być na sporo niższym poziomie niż w roku poprzednim. Większe z kolei będą kwoty przeznaczane na akwizycje. Poza kupnem Ryfamy i Remagu, Prezes nie spodziewa się raczej w tym roku innych akwizycji, choć nie wyklucza takiego posunięcia gdyby nadarzyła się ku temu wyjątkowa okazja.

Znaczący spadek marż – słabe wyniki 4Q2009

Przychody ze sprzedaży w 4Q2009 okazały się nieco poniżej naszych oczekiwań (-12,5%) i były o 10,8% niższe niż w analogicznym okresie rok wcześniej. Spółka wypracowała znacznie niższą niż w ubiegłym roku marżę zysku brutto ze sprzedaży (10,8% względem 16,7% w analogicznym okresie rok wcześniej). W najbardziej zyskowym segmencie maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego marża brutto ze sprzedaży spadła z 18,3% w 3Q2009 do 12,0% w 4Q2009. Również w segmencie usług górniczych odnotowano spadek marży z 18,2% w 3Q2009 do 4,6% w 4Q2009. Jedynymi segmentami w których zanotowano poprawę marży na przestrzeni trzeciego i czwartego kwartału były segmenty handlu energią (wzrost o 1,1pp) i sprzedaży węgla (wzrost o 0,3pp). Wyższe okazały się również koszty sprzedaży (+333,3% r/r) i koszty zarządu (+28,7% r/r). To wszystko wpłynęło negatywnie na zysk operacyjny, który ostatecznie był o 75,8% niższy od naszych oczekiwań i o 85,5% niższy niż w analogicznym okresie rok wcześniej. Wartość EBITDA była o 60,6% r/r niższa od naszych oczekiwań i o 67,7% niższa niż w analogicznym okresie rok wcześniej. Marża EBITDA spadła z 13,7% w 4Q2008 do 5,0% w 4Q2009. Zysk netto przypadający akcjonariuszom spółki dominującej był o 41,3% niższy od naszych oczekiwań i o 40,6% niższy niż w analogicznym okresie rok wcześniej. Zysk netto był dodatkowo o 7,5 mln PLN wyższy w wyniku transakcji jednorazowej związanej z zakupem spółki Waratah Engineering (nadwyżka udziału wartości godziwej nad kosztem połączenia).



Mondi (Trzymaj)

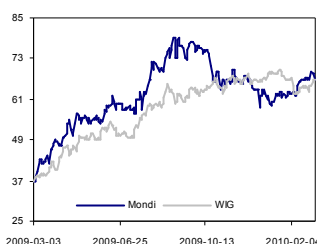
Cena bieżąca: 77,5 PLN

Cena docelowa: 56 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-03

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 406,3	1 360,8	-3,2%	1 804,0	32,6%	2 062,1	14,3%	Liczba akcji (mIn)	50,0
EBITDA	305,5	217,9	-28,7%	488,8	124,3%	618,0	26,4%	MC (cena bieżąca)	3 875,0
marża EBITDA	21,7%	16,0%		27,1%		30,0%		EV (cena bieżąca)	4 477,0
EBIT	194,7	99,6	-48,8%	295,2	196,3%	419,5	42,1%	Free float	19,0%
Zysk netto	141,2	71,4	-49,4%	220,4	208,6%	332,7	51,0%		
P/E	27,4	54,3		17,6		11,6		Zmiana ceny: 1m	6,5%
P/CE	15,4	20,4		9,4		7,3		Zmiana ceny: 6m	-15,7%
P/BV	3,6	3,3		2,8		2,4		Zmiana ceny: 12m	68,5%
EV/EBITDA	13,6	20,9		9,2		6,8		Max (52 tyg.)	79,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,4		2,8		Min (52 tyg.)	39,5



Podtrzymujemy opinię, że tegoroczny zysk netto spółki powinien osiągnąć poziom ok. 200 mln PLN (+200% r/r) a EBITDA blisko 500 mln PLN (+130% r/r). Spółka ma do wykorzystanie 220 mln PLN pomocy publicznej z tytułu realizowanej inwestycji w SSE, co będzie w najbliższych latach istotnie obniżać efektywną stopę podatkową. Przy obecnych mocach produkcyjnych wycena giełdowa spółki odzwierciedla jej faktyczną wartość. Potencjalny wzrost wartości możliwy jest przy dalej rosnących cenach papieru.

Solidny kwartał Mondi

Wyniki spółki za 4Q są nieco lepsze niż nasze oczekiwania zarówno na poziomie przychodów (426 mln PLN vs. 403 mln PLN w prognozie) jak i na poziomie zysków (odpowiednio EBIT 54,9 mln PLN vs 46,8, zysk netto 38,6 mln PLN vs 31 mln PLN). 4Q jest pierwszym pełnym kwartałem, w którym spółka wykazuje wyniki z nowouruchomionej maszyny papierniczej. Dotychczasowe parametry nowych zdolności produkcyjnych (wzrost o 45% w stosunku do dotychczasowych) znane były jedynie w przybliżeniu, co rodziło dużą niepewność co do osiąganych wyników (obłożenie, jednostkowy koszt produkcji, osiągnięcie odpowiedniej efektywności produkcyjnej). Ostatni kwartał roku pokazuje, że ponad dwuletnia inwestycja zakończyła się sukcesem. W okresie wrzesień-grudzień produkcja na nowej maszynie wyniosła 109 tys. ton papieru, z łącznej wielkości w całym roku na poziomie 951 tys. ton. Oznacza to, że w roku 2010 produkcja nowej maszyny powinna wynieść ok. 420 tys. ton (1,15 tys. ton na dobę, obecnie 1 tys. ton), co zwiększy łączną produkcję zakładu do blisko 1,3 mln ton papieru do produkcji tektury falistej. Są to wartości zgodne z oczekiwaniami. Dodatkowym elementem jest nadwyżka uprawnień do emisji CO2 jaka pozostała w spółce po roku 2009. Uprawnienia do emisji ok. 121 tys. ton zostaną sprzedane w roku 2010, co daje ok. 7 mln PLN dodatkowego zysku brutto. Podtrzymujemy opinię, że tegoroczny zysk netto spółki powinien osiągnąć poziom ok. 200 mln PLN (+200% r/r) a EBITDA blisko 500 mln PLN (+130% r/r). Spółka ma do wykorzystanie 220 mln PLN pomocy publicznej z tytułu realizowanej inwestycji w SSE, co będzie w najbliższych latach istotnie obniżać efektywną stopę podatkową. Przy obecnych mocach produkcyjnych wycena giełdowa spółki odzwierciedla jej faktyczną wartość. Potencjalny wzrost wartości możliwy jest przy dalej rosnących cenach papieru.

Budownictwo

Dynamika produkcji budowlano-montażowej w styczniu

Zgodnie z danymi GUS, dynamika produkcji budowlano-montażowej wyniosła w styczniu -15,3% r/r i -68,9% m/m. Po wyeliminowaniu czynników sezonowych, dynamika wyniosłaby -2,8% r/r i -3,9% m/m.

Budownictwo drogowe

Bilfinger Berger złożył najkorzystniejszą ofertę za 908 mln PLN

Złożono siedem ofert na budowę odcinka obwodnicy Warszawy na odcinku Konotopa – Lotnisko. Najniższą cenę zaoferowało konsorcjum Bilfinger Berger oraz Mosty Łódź (908 mln PLN brutto). Następne były: konsorcjum Hochtief-Warbud-Pol-Aqua (1,1 mld PLN), konsorcjum Mostostalu Warszawa, Budimexu i Strabagu (1,14 mld PLN), konsorcjum NDI Sopot, Intop, Pol-dróg (1,15 mld PLN), J&P Avax z Grecji (1,2 mld PLN), konsorcjum Polimexu Mostostalu (1,3 mld PLN) oraz konsorcjum z PBG i Hydrobudową Polską (1,6 mld PLN).

Otwarcie kopert w przetargu na budowę A4 Tarnów, węzeł Krzyż - Pustynia

NDI i SB Granit złożył najkorzystniejszą ofertę na budowę odcinka autostrady A4 Tarnów, węzeł Krzyż - Pustynia. Wartość oferty to 1,34 mld PLN. Kolejne były oferty Siac, PBG, Aprivia, Hydrobudowa (1,75 mld PLN), Poldim, Terrassement, Karmar (1,87 mld PLN), Budimex Dromex (1,88 mld PLN), Mota Engil, Mosty-Łódź, PBDiM, MPDiM, PRD (2,02 mld PLN), SRB, Henpol, John Sisk & Son, Roadbridge (2,1 mld PLN), Dragados (2,11 mld PLN), Strabag, Kirchner (2,25 mld PLN), Alpine i Eurovia (2,39 mld PLN).

Prezes Budimexu obawia się załamania w drogownictwie po 2010 roku

Prezes Budimexu spodziewa się, że w 2011 roku wartość ogłaszanych kontraktów drogowych spadnie o 50-60%. Ciężar inwestycji będzie przenoszony na lokalne samorządy, które będą budować obwodnice miast i naprawiać lokalne drogi. Oznacza to, że potencjał spółki będzie się musiał zmienić. Budimex będzie musiał starać się o kontrakty o wartości 20-30 mln PLN, a zatem będzie musiał być konkurencyjny wobec małych firm. Spółka będzie też musiała rozproszyć bardziej swoje siły w kraju. Prezes Polimexu nie zgadza się z przedstawianymi wizjami. Uważa, że po roku 2012 dalej będą budowane drogi szybkiego ruchu, autostrady, obwodnice miast. Dlatego firmy ciągle będą miały co robić.

Budownictwo kolejowe

Opinie o trudnej sytuacji w budownictwie kolejowym

Prezes Torpolu, Tomasz Sweeklej, uważa, że brak nowych zleceń na kolei powoduje, że na rynku panuje zacięta walka o kontrakty, zaś w obecnej sytuacji marże pozwalają jedynie na przetrwanie. Prezes Trakcji Polskiej ma nadzieję na rozpisanie kolejnych przetargów, co mogłoby spowodować wzrost marż. Jednocześnie, prezes uważa, że dobrze byłoby, jakby wydatki PKP PLK w tym roku wyniosły 4 mld PLN (plan: 4,3 mld PLN). Nadal nie doszło do podpisania kontraktu między Trakcją Polską a PKP PLK w ramach modernizacji LCS Działdowo. PKP PLK otworzyła koperty 4 grudnia. Główny akcjonariusz Ferroc, p. Jakubas, mówi, że są informacje, że PKP PLK nie ma zapewnionych środków na tą inwestycję.

Budownictwo energetyczne

Alstom wraca do gry o przetarg w Opolu

Krajowa Izba Odwoławcza stwierdziła, że PGE nie miała podstaw, aby odrzucić ofertę Alstomu na budowę dwóch bloków w Elektrowni Opole. KIO nie uwzględniła za to odwołania SNC Lavalin i Hitachi Power Europe. PGE chciała rozstrzygnąć przetarg do połowy tego roku. Ze względu na jednak na możliwe dalsze odwołania, terminu trudno będzie dotrzymać.

PMR o budownictwie energetycznym

PMR przygotowało raport na temat budownictwa energetycznego, w którym szacuje, że nakłady na modernizację energetyki mogą pochłonąć w Polsce nawet 200 mld PLN. W latach 2010-2020 bardziej realna jest kwota ok. 100 mld PLN. Największy przyrost nowych mocy wytwórczych ma nastąpić w latach 2014-2016, kiedy do użytku zostaną oddane bloki o mocy 8-10 tys. MW. W ramach przygotowania emisji, nawet połowę potrzebnych środków spółki będą chciały pozyskać ze źródeł zewnętrznych (kredyty, obligacje, emisje akcji).

Budownictwo specjalistyczne

Jest finansowanie na budowę LNG

Spółka Polskie LNG podpisała umowę z 11 bankami na emisję obligacji 15-18 letnich na kwotę 1 mld EUR. Polskie LNG podpisało też umowę w sprawie dofinansowania budowy przez EBOR

na kwotę 200 mln EUR.

Energoinstal

Wybór oferty za 73,7 mln PLN, wszyscy konkurencji wykluczeni

Energetyka Ciepła Opolszczyzny wybrała ofertę konsorcjum Energoinstalu i Warbudu jako najkorzystniejszą w przetargu na przebudowę źródła ciepła w Opolu – budowę wysoko sprawnej kogeneracji. Wartość oferty to 73,7 mln PLN, z czego Energoinstal może liczyć na 75% (55 mln PLN, czyli 27% oczekiwanych przychodów spółki w 2010 roku). Kontrakt będzie realizowany przez 2 lata. Wszyscy konkurencji zostali wykluczeni. Konsorcjum ZRE Katowice i Energoserwis Lublin zostało wykluczone w wyniku opóźnienia w złożeniu polisy i dokumentu poświadczającego opłacenie składek. Konsorcjum Rafako i Elektrobudowa przedłożyło rachunki wyników nie zawierające podpisów. Konsorcjum Remak – Rozruch, Remak, Elko i Tawi popełniło omyłki w specyfikacji.

Mirbud

Przejęcie na horyzoncie

Mirbud podpisał przedwstępną umowę zakupu 78,77 proc. kapitału Przedsiębiorstwa Budowy Dróg i Mostów w Kobylni. Strony ustaliły, że łączna cena sprzedaży udziałów nie przekroczy 55,1 mln PLN.

Mostostal Export

Prezes obiecuje poprawę wyników

Prezes Mostostalu Export stracę w 2009 roku tłumaczy koniecznością utrzymania spółki w gotowości do rozpoczęcia robót w Rosji. W Q4 2009 spośród podpisanych kontraktów wystartowała tylko realizacja budynku biurowego w Jekaterinburgu o wartości 16,5 mln EUR (około 82,5% przychodów Mostostalu w trudnym, kryzysowym 2009 roku). Kontrakt podpisany został w styczniu 2009 roku. Niebawem ma ruszyć także kontrakt w Kamykii za 15 mln EUR. Spółka liczy, że kolejne dwie umowy powinny dostać finansowanie w czerwcu i lipcu. Portfel zamówień grupy na lata 2010 i 2011 opiewa na 100 mln USD. Prezes uważa, że tegoroczna sprzedaż będzie wyraźnie większa niż w 2008 roku, kiedy wyniosła 169 mln PLN. Wynik netto ma być na plusie, podobnie jak wynik operacyjny. Pomoc ma m.in. sprzedaż lokali we własnym projekcie deweloperskim na warszawskiej Woli. Projekt realizowany jest ze środków własnych spółki. Mostostal nadal nadzieje wiąże z rynkiem rosyjskim, przyznając, że do spółki zgłaszają się banki rosyjskie, które przejęły projekty od niewypłacalnych deweloperów. Spółka negocjuje i uzgadnia projekty o wartości od 35 mln USD do 180 mln USD. Pierwszy z nich spółka planuje podpisać w Q2 2010. Prezes Mostostalu szacuje, że wartość wszystkich przerwanych i niedokończonych budów w Rosji to około 30 mld USD.

Mostostal Zabrze

Wyniki Q4 2009

Grupa Mostostal Zabrze w Q4 2009 wygenerował 258,4 mln PLN przychodów, 7,6 mln PLN EBIT i 4,2 mln PLN zysku netto. Na poziomie jednostkowym wyniki wyniosły odpowiednio 96,5 mln PLN przychodów, -0,1 mln PLN EBIT i -0,6 mln PLN zysku netto.

Dywidenda i planowane akwizycje

Przewodniczący Rady Nadzorczej Pan Zbigniew Opach poinformował, że firma prowadzi obecnie rozmowy w sprawie dwóch przejęć w branży budowlanej. Pierwszy podmiot osiąga przychody na poziomie 300 mln PLN, a drugi 100 mln PLN. Akwizycja większej firmy powinna być sfinalizowana do końca kwietnia. Spółka zamierza sfinansować inwestycje ze środków własnych, kredytów i emisji obligacji. Zbigniew Opach opowiada się również za wypłatą dywidendy z zysku za rok 2009, który powinien być wyższy niż ten z roku 2008. W marcu oczekuje ponadto decyzji sądu w sporze o 46 mln PLN z firmą Reliz w sprawie sprzedaży budynku Altus.

Pol-Aqua

Wyniki Q4 2009

Zgodnie z oczekiwaniami wyniki Pol-Aqua w Q4 2009 były słabe. Spółka wygenerowała 405 mln PLN przychodów, 24,3 mln PLN zysku brutto ze sprzedaży (marża: 6%), 4,6 mln PLN EBIT i 4,2 mln PLN zysku netto.

Rezygnacja p. Stefańskiego

Pan Marek Stefański, założyciel i były prezes Pol-Aqua, zrezygnował z funkcji przewodniczącego rady nadzorczej spółki. Rezygnację złożył też wice-przewodniczący rady nadzorczej i członek rady nadzorczej. NWZA odwołało 3 kolejnych członków rady nadzorczej.

Jednocześnie powołano 7 nowych członków rady nadzorczej.

Umowa z Auchan za 133 mln PLN

Pol-Aqua podpisała umowę z Auchan na budowę centrum handlowego w Gliwicach. Wartość kontraktu to 133 mln PLN (około 10% przychodów możliwych do wygenerowania przez Grupę w 2010 roku). Termin wykonania prac przypada na 26 października 2010 roku.

Umowa za 91,5 mln PLN

Spółka zależna Pol-Aqua, Vectra, podpisała w konsorcjum kontrakt z MPWiK w Warszawie na prace związane z budową układu przesyłowego do oczyszczalni ścieków Czajka. Wartość kontraktu to 91,5 mln PLN, przy czym udział Vectra w konsorcjum to 73,2 mln PLN (5,2% przychodów z zrealizowanych w 2010 roku). Kontrakt będzie realizowany do 31 sierpnia 2010 roku.

Projprzem

Plany osiągnięcia 300 mln PLN przychodów odłożone w czasie

Prezes Projprzemu podtrzymuje plany osiągnięcia 300 mln PLN przychodów, jednak ich realizację przewiduje rok później, tzn. w roku 2012. Powodem jest kryzys, jaki w 2009 roku panował w segmentach działalności spółki. Po I kwartale przekonamy się, jaki będzie rok 2010. Q1 2010 będzie pod dużym wpływem warunków pogodowych. Prezes liczy na sprzedaż większości pozostałych mieszkań i domów w 2010 roku i rozpoczęcie kolejnej inwestycji. Docelowo spółka chciałaby budować 150 mieszkań rocznie.

Remak

Wyniki RS 2009

Remak zrealizował w Q4 2009 52,2 mln PLN przychodów i 8,1 mln PLN zysku brutto ze sprzedaży (marża 15,5%). Koszty zarządu wzrosły q/q i wyniosły 5,25 mln PLN (Q3: 2,8 mln PLN). Prawdopodobnie, bardzo wysoka marża brutto i wysokie koszty zarządu mogą wynikać z korekt przeprowadzonych przez audytora. W efekcie, bardziej istotny jest poziom EBIT, który wyniósł 2,9 mln PLN (Q3: 2,8 mln PLN, Q2: 5,8 mln PLN, Q1: 2,4 mln PLN). Pozostałe przychody operacyjne netto wyniosły 0,5 mln PLN, pozostałe koszty operacyjne netto zaś 0,4 mln PLN. Ostatecznie, wynik netto w Q4 2009 wyniósł 2,25 mln PLN. W raporcie rocznym Remak poinformował też, że na rok 2010 ma zapełnione 40% portfela zleceń. Na koniec roku z 819 zatrudnionych osób 176 przebywało na urloпах bezpłatnych. W 2010 roku należy oczekiwać spadku przychodów, a w kolejnych latach powrotu do tendencji wzrostowej. Planowane inwestycje w energetyce pozwalają sądzić, że w przyszłości może wystąpić w Polsce deficyt wykonawców, co wpłynie na istotną poprawę wyników spółki.

13 mln PLN Remak przeznaczy na inwestycje

Remak planuje w tym roku przeznaczyć 13 mln PLN na inwestycje. Większość środków zostanie wydana na specjalistyczne maszyny i dźwigi. Do tej pory część sprzętu Remak dzierżawił. Nakłady są niezbędne, aby utrzymać rentowność i pozycję na rynku. Zarząd wnioskuje o nie wypłacanie dywidendy, jednak to może się zmienić, bo inne zdanie mają właściciele spółki (Mostostal Warszawa). Wartość portfela zleceń Remaku na rok 2010 przekracza 100 mln PLN. Przychody i zysk w 2010 roku będą niższe r/r, co związane jest z przesunięciem lub wstrzymaniem niektórych robót. Zarząd liczy w przyszłości na kontrakty m.in. przy montażu kotłów w Koninie, Połańcu, Jaworznie, czy Opolu i spodziewa się, że lata 2011-2012 przyniosą dynamiczny wzrost. Spółka będzie też zwiększać zaangażowanie na rynkach zagranicznych.



Budimex (Akumuluj)

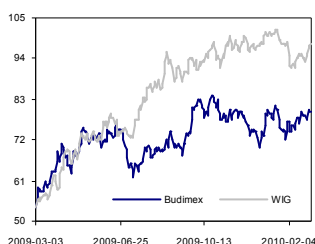
Cena bieżąca: 79,5 PLN

Cena docelowa: 82,5 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-01-06

(mIn PLN)	2008	2009P	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 350,0	3 286,0	-1,9%	4 105,8	24,9%	4 223,7	2,9%	Liczba akcji (mIn)	25,5
EBITDA	134,2	230,2	71,6%	262,9	14,2%	213,5	-18,8%	MC (cena bieżąca)	2 029,6
marża EBITDA	4,0%	7,0%		6,4%		5,1%		EV (cena bieżąca)	2 137,1
EBIT	112,2	208,3	85,7%	240,7	15,6%	190,9	-20,7%	Free float	36,8%
Zysk netto	104,7	174,7	66,8%	188,4	7,9%	161,6	-14,3%		
P/E	19,4	11,6		10,8		12,6		Zmiana ceny: 1m	3,2%
P/CE	16,0	10,3		9,6		11,0		Zmiana ceny: 6m	12,9%
P/BV	3,1	3,0		2,4		2,0		Zmiana ceny: 12m	35,9%
EV/EBITDA	12,6	9,2		8,1		8,5		Max (52 tyg.)	83,8
Dyid (%)	0,0	7,3		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	58,0



Budimex w lutym poinformował o nowych zleceniach, czy to w formie wyboru oferty spółki, czy podpisanego kontraktu, na kwotę 2,77 mld PLN. Nie spotkało się to z pozytywną reakcją rynku. W 2010 roku przychody z działalności deweloperskiej wyniosą ponad 500 mln PLN, co wpłynie na poprawę wyniku netto r/r. Największym szans dla Budimexu dopatrujemy się w pozyskiwaniu kolejnych kontraktów drogowych (prezes oczekuje gorszego rynku w 2011 roku, w efekcie, spółka może starać się pozyskać jak najwięcej zleceń w roku 2010). W efekcie, dostrzegamy duże szanse na pozytywne wiadomości o nowych podpisanych kontraktach. Największym czynnikiem ryzyka pozostaje kontraktacja podwykonawców na zdobytych kontraktach drogowych. Mimo to, ryzyko związane z niższymi marżami raczej nie zrealizuje się w wynikach Budimexu w Q1 2010. Na koniec Q4 2009 istotnie powiększył się stan gotówki Budimexu, co wynika ze spływu zaliczek od GDDKiA i nie ma wartości prognostycznej (spadek gotówki w Q1 i Q2 2010). Po złożeniu najkorzystniejszej oferty na budowę odcinka autostrady A4 (1,73 mld PLN), dostrzegamy potencjał do rewizji w górę prognoz. Pozostawiamy naszą rekomendację bez zmian (akumuluj).

Dane wstępne o wynikach Q4 2009

Wstępne założenia dotyczące wyników 2009 roku i Q4 2009 są zbliżone do naszych prognoz i oczekiwań rynku. Przychody i zysk netto są zbliżone do naszych oczekiwań, niższy zaś jest EBIT. Przychody w Q4 2009 wyniosły 785,7 mln (prognoza: 782 mln PLN), EBIT 50,3 mln PLN (prognoza: 58,1 mln PLN), zysk netto zaś 47,7 mln PLN (prognoza: 48,9 mln PLN). Prawdopodobnym źródłem odchylenia na poziomie EBIT jest gorszy wynik brutto na sprzedaży, na który wpływ mogą mieć utworzone rezerwy. Odchylenie na poziomie EBIT było niwelowane lepszym niż oczekiwany wynik z działalności finansowej. Ostatecznie, przy ograniczonej skali zaprezentowanych danych, nasza ocena wyników Q4 2009 jest neutralna.

Otwarcie kopert w przetargu za 1,73 mld PLN

Budimex złożył najkorzystniejszą ofertę na budowę odcinka autostrady A4 Pustynia – Rzeszów, węzeł Zachód, o długości 33,6 km. Kolejne były oferty firm Eurovia i Alpine (1,74 mld PLN), PBG, Aprivia, Hydrobudowa, Siac (1,75 mld PLN), Mota Engil, Mosty-Łódź, PBDiM, MPDiM, PRD (1,84 mld PLN), Dragados (2,07 mld PLN), Strabag, Kirchner, Intercor (2,2 mld PLN), Drogbud, IMB – Podbeskidzie, MSF, PRD-M (2,56 mld PLN).

Kontrakt o wartości 153,5 mln PLN

Budimex podpisał kontrakt na budowę i doprojektowanie Drugiego Terminala pasażerskiego Portu Lotniczego im Lecha Wałęsy w Gdańsku wraz z infrastrukturą. Wartość kontraktu to 153,5 mln PLN (około 3,7% prognozowanych przychodów na rok 2010). Prace budowlane potrwać 24 miesiące od daty rozpoczęcia (24.02.2010).

Dwa wybory ofert i jeden nowy kontrakt łącznie za 368,2 mln PLN

Budimex poinformował o wyborze oferty na rozbudowę węzła drogowego w Gdańsku. Wartość kontraktu, który realizowany będzie do 15 maja 2012 to 152,9 mln PLN. Wybrano też ofertę spółki na budowę obwodnicy Nowogard. Wartość kontraktu, który będzie realizowany przez 22 miesiące to 132,4 mln PLN. Budimex podpisał także kontrakt ze spółką Pro Urba Invest o wartości 82,87 mln PLN na budowę I etapu osiedla przy ul. Siennej i Kolejowej w Warszawie. Kontrakt będzie realizowany do sierpnia 2011. Łączna wartość zleceń to 368,2 mln PLN, czyli około 9% przychodów prognozowanych na rok 2010.

Najkorzystniejsza oferta za 186,6 mln PLN

Budimex złożył najkorzystniejszą ofertę na rozbudowę węzła Karczemki na obwodnicy Trójmiasta. Wartość oferty to 186,6 mln PLN, czyli około 4,6% prognozowanych na ten rok



przychodów Budimexu. Najdroższą ofertę złożył Mostostal Warszawa – 241,4 mln PLN.

Najkorzystniejsza oferta o wartości 68,5 mln PLN

Budimex złożył najkorzystniejszą ofertę na budowę Obwodnicy Lubina. Wartość oferty to 68,5 mln PLN (1,7% prognozowanych na rok 2010 przychodów spółki).

Kontrakt na przebudowę dworca we Wrocławiu za 265,7 mln PLN

Budimex podpisał umowę z PKP PLK na przebudowę dworca we Wrocławiu. Wartość realizowane wspólnie z Ferrovialem kontraktu to 265,7 mln PLN (6,5% prognozowanych na ten rok przychodów). Kontrakt będzie realizowany ponad 2 lata.

Plany rozwoju innych segmentów działalności

Prezes Budimexu przyznaje, że w perspektywie pięcioletniej możliwe jest pogorszenie się koniunktury w budownictwie. Dlatego Budimex może dążyć do dywersyfikacji, spółka rozważa wejście w usługi dla miast związane z wywożeniem i utylizacją odpadów oraz oczyszczaniem miasta. W rachubę wchodzi też sprzątanie budynków. Działalność ta byłaby prowadzona wspólnie z Ferrovialem.



Centrum Klima (Kupuj)

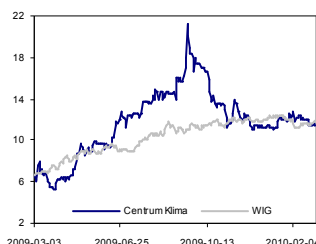
Cena bieżąca: 11,96 PLN

Cena docelowa: 15,1 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-06

(mIn PLN)	2008	2009P	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	75,9	72,1	-4,9%	75,6	4,9%	92,8	22,7%	Liczba akcji (mln)	8,5
EBITDA	11,2	9,9	-11,5%	11,1	12,0%	15,5	39,7%	MC (cena bieżąca)	101,9
marża EBITDA	14,7%	13,7%		14,6%		16,7%		EV (cena bieżąca)	92,3
EBIT	10,1	8,3	-17,8%	9,0	8,2%	11,6	28,6%	Free float	39,2%
Zysk netto	7,6	6,7	-12,5%	8,0	20,1%	10,0	25,0%		
P/E	8,7	15,3		12,7		6,6		Zmiana ceny: 1m	-7,8%
P/CE	7,6	12,4		10,1		4,8		Zmiana ceny: 6m	-28,2%
P/BV	1,6	1,4		1,2		0,7		Zmiana ceny: 12m	53,3%
EV/EBITDA	6,3	7,6		8,3		3,4		Max (52 tyg.)	21,3
Dyid (%)	4,5	1,6		1,8		2,3		Min (52 tyg.)	5,2



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



Elektrobudowa (Trzymaj)

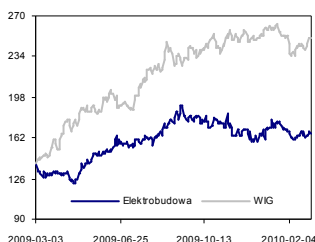
Cena bieżąca: 166 PLN

Cena docelowa: 169,3 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-04

(mIn PLN)	2008	2009P	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	811,0	692,9	-14,6%	683,5	-1,4%	746,5	9,2%	Liczba akcji (mln)	4,7
EBITDA	79,0	73,7	-6,8%	67,0	-9,1%	70,9	5,8%	MC (cena bieżąca)	788,1
marża EBITDA	9,7%	10,6%		9,8%		9,5%		EV (cena bieżąca)	679,7
EBIT	71,3	63,7	-10,7%	55,5	-12,8%	57,8	4,1%	Free float	38,8%
Zysk netto	60,3	53,4	-11,4%	51,2	-4,1%	56,5	10,4%		
P/E	13,1	14,8		15,4		13,9		Zmiana ceny: 1m	-1,2%
P/CE	11,6	12,4		12,6		11,3		Zmiana ceny: 6m	-8,8%
P/BV	3,2	2,8		2,5		2,2		Zmiana ceny: 12m	25,8%
EV/EBITDA	8,9	9,3		10,1		9,2		Max (52 tyg.)	191,0
Dyid (%)	1,5	2,1		2,1		2,4		Min (52 tyg.)	121,0



Elektrobudowa opublikowała prognozę zarządu, która jest niższa od naszych oczekiwań na poziomie zysku netto (spółka: 44,4 mln PLN, DI BRE: 51,2 mln PLN). Mimo to, uważamy, że nasze prognozy są aktualne. Historycznie, zawsze w latach 2006-2009 wyniki spółki były lepsze, niż zakładał na początku roku zarząd. Rok 2010 będzie płaski pod względem dynamiki przychodów r/r i pod znakiem zapytania, jeśli chodzi o utrzymanie bardzo atrakcyjnych pułapów rentowności z roku 2009. Pozytywnie postrzegamy perspektywę wzrostu inwestycji w energetyce, zwracamy jednak uwagę, że są one ograniczone w Elektrobudowie do jednego segmentu (wytworzenie energii), który zapewnia spółce około 1/3 przychodów. W dodatku, etap prac, na którym Elektrobudowa wchodzi na plac budowy, będzie realizowany dopiero w roku 2013 (budowy rozpoczęte w roku 2011). Nie dostrzegamy czynników, które mogą być źródłem pozytywnego zaskoczenia w roku 2010. Na rynku brak jest dużych kontraktów, które skokowo mogłyby wpłynąć na wzrost portfela zleceń spółki. W kontekście produkcji rozdzielnic i wykonawstwa instalacji elektrycznych, rok 2010 będzie słaby. Spółka nie należy do tanich. Podtrzymujemy rekomendację neutralną.

Budżet na rok 2010

Elektrobudowa opublikowała budżet na rok 2010, w którym zakłada osiągnięcie 697,7 mln PLN przychodów i 44,4 mln PLN zysku netto (P/E 2010 = 17,5). Założenia przyjęte w prognozie są ostrożne (dynamika PKB = 1,2%, stopa bezrobocia na koniec roku = 12,8%, poziom inflacji = 1%). Marża zysku na sprzedaży ma osiągnąć 7,8%, marża netto zaś 6,8%. Prezes w komentarzu do prognozy przyznaje, że oczekiwania spółki mogą wydawać się ostrożne, są one jednak przede wszystkim racjonalne. Rok 2010 może być gorszy, ze względu na dużą konkurencję oraz trudną sytuację w budownictwie i przemyśle ciężkim. Prezes liczy, że do końca marca spółce uda się podpisać nowe umowy przy budowie elektrowni jądrowych w Skandynawii.

Kontrakt w elektrowni Olkiluoto

Elektrobudowa podpisała z firmą Areva NP SAS umowę na dostawę i montaż rurek impulsowych układu kontrolno-pomiarowego w elektrowni jądrowej Olkiluoto 3 w Finlandii. Wartość kontraktu to 10,0 mln EUR, czyli około 39,2 mln PLN (5,7% przychodów prognozowanych na rok 2010). Prace zakończą się nie później, niż w maju 2012. Prezes Faltynowicz przyznaje, że marże na tego typu kontraktach są ponadprzeciętne. W najbliższych tygodniach można spodziewać się kolejnych komunikatów o nowych kontraktach, tak w kraju, jak i za granicą.



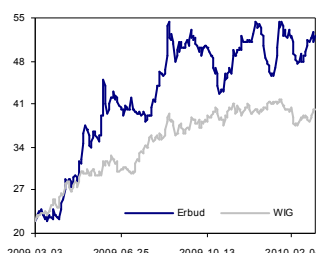
Erbud (Trzymaj)

Cena bieżąca: 52,15 PLN Cena docelowa: 53,5 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-02-03

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 046,1	958,6	-8,4%	1 181,0	23,2%	1 292,4	9,4%	Liczba akcji (mIn)	12,6
EBITDA	67,3	69,5	3,1%	61,0	-12,2%	62,4	2,3%	MC (cena bieżąca)	655,6
marża EBITDA	6,4%	7,2%		5,2%		4,8%		EV (cena bieżąca)	611,3
EBIT	60,8	61,6	1,3%	54,5	-11,4%	55,9	2,5%	Free float	14,1%
Zysk netto	9,3	44,6	379,7%	45,3	1,5%	47,8	5,6%		
P/E	70,5	14,7		14,5		13,7		Zmiana ceny: 1m	0,0%
P/CE	41,4	12,5		12,7		12,1		Zmiana ceny: 6m	5,3%
P/BV	3,3	2,7		2,3		1,9		Zmiana ceny: 12m	121,9%
EV/EBITDA	9,6	7,5		10,0		8,4		Max (52 tyg.)	54,5
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	21,9



Erbud zbudował portfel zamówień na rok 2010 o wysokiej jakości. Częściowo jest to zasługą zarządu, częściowo zaś przypadku (kontrakty na budowę dwóch centrów handlowych w Wałbrzychu i Bytomiu oraz przejścia graniczne w Budomierzu po cenach z 2008 roku). Uważamy, że w dłuższym terminie spółka posiada potencjał wzrostowy. Jednym z argumentów przemawiających za Erbudem jest duża ekspozycja na klienta prywatnego (szansa na wzrost przychodów, w przypadku poprawy kondycji deweloperów). Mimo to, w najbliższym czasie nie oczekujemy istotnych pozytywnych zaskoczeń. Nie oczekujemy wielu inwestycji w budowę centrów handlowych w 2010 roku. Z kolei segment mieszkaniowy oferować będzie głównie małe kontrakty, zbyt małe przy bieżącej skali działalności Erbudu, aby gwarantowały korzystną rentowność. Wyniki Q4 2009 były lepsze od naszych oczekiwań, głównym źródłem jest jednak poziom przychodów (co nie ma wartości prognostycznej). Nie wykluczamy podniesienia prognoz na lata przyszłe (efekt zdobycia kontraktu na budowę przejścia granicznego w Budomierzu). Podtrzymujemy rekomendację neutralną.

Wyniki Q4 2009

Erbud zaprezentował lepsze od naszych oczekiwań wyniki Q4 2009. Zysk brutto ze sprzedaży okazał się o 7,9 mln PLN wyższy od naszych oczekiwań. Źródłem pozytywnego zaskoczenia są wyższe niż oczekiwane przychody z generalnego wykonawstwa w kraju, przy zgodnym z oczekiwaniami poziomie marż oraz bardzo wysokie marże z działalności eksportowej (28,7% brutto w Q4 2009). Koszty ogólne są zgodne z oczekiwaniami. Wynik operacyjny i wynik netto psują wysokie pozostałe koszty operacyjne netto (5,3 mln PLN), przy czym koszty te są odwracane w przyszłych latach. Ostatecznie, EBIT wyniósł 13,9 mln PLN (prognozowaliśmy 10,8 mln PLN), zysk netto zaś 10,1 mln PLN (prognozowaliśmy 8,8 mln PLN). Korygując wynik o pozostałe koszty operacyjne, zysk netto Erbudu w Q4 2009 wyniósłby blisko 15 mln PLN (49 mln PLN w całym roku).

Komentarze zarządu po wynikach

W 2010 roku Erbud chce osiągnąć marżę EBIT w wysokości 5-6%, a marżę netto w wysokości 4-5%, przy wzroście przychodów r/r. Portfel zleceń Erbudu ma wartość 950 mln PLN (+50% r/r, z tego 850 mln PLN na rok 2010). Mniejszą sprzedaż w 2009 roku firma tłumaczy konserwatywnym podejściem klientów, związanych ze stratą spółki na instrumentach pochodnych. Erbud rozważa akwizycję firm z branży budownictwa energetycznego. Nie należy spodziewać się jednak szybkiego finału, gdyż właściciele firm spodziewają się wysokich cen za swoje pakiety akcji. Cel na lata 2010-2011 jest osiągnięcie 100-300 mln PLN przychodów w segmencie. Na WZA zarząd może zaproponować wypłatę dywidendy, jest jednak za wcześnie, aby rozmawiać o jej wysokości. Spółka ma plany inwestycyjne, które poza przejęciem firmy z branży budownictwa energetycznego zakładają objęcie udziałów w 2 projektach deweloperskich, każdy o koszcie budowy około 100 mln PLN. Działania te mają zmierzać do podwojenia przychodów z działalności deweloperskiej. W tym roku Erbud planuje też podwoić przychody segmentu drogowego. Jednocześnie, zarząd przyznaje, że z ofert złożonych na 3 mld PLN spółka zdobyła jedynie kontrakty na kwotę 60 mln PLN. Przyczyną tego były zbyt niskie ceny na rynku. Prezes liczy na zdobycie zleceń na budowę 3 szpitali w północnej Polsce. Kilka umów w I półroczu jeszcze spółka może zdobyć.

Umowa na zakup 25% udziałów Budlex

Erbud podpisał umowę na zakup 25% akcji spółki Budlex. Postawą była umowa przedwstępna z września 2009.



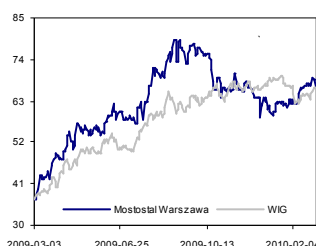
Mostostal Warszawa (Kupuj)

Cena bieżąca: 66,55 PLN Cena docelowa: 79,6 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-02

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 211,3	2 700,8	22,1%	2 775,3	2,8%	2 993,9	7,9%	Liczba akcji (mIn)	20,0
EBITDA	144,8	211,7	46,2%	160,8	-24,0%	156,4	-2,7%	MC (cena bieżąca)	1 331,0
marża EBITDA	6,5%	7,8%		5,8%		5,2%		EV (cena bieżąca)	1 156,9
EBIT	121,9	183,8	50,8%	136,7	-25,6%	132,4	-3,2%	Free float	28,9%
Zysk netto	81,1	120,3	48,4%	102,3	-15,0%	100,4	-1,8%		
P/E	16,4	11,1		13,0		13,3		Zmiana ceny: 1m	6,5%
P/CE	12,8	9,0		10,5		10,7		Zmiana ceny: 6m	-15,7%
P/BV	3,9	2,7		2,8		2,5		Zmiana ceny: 12m	68,5%
EV/EBITDA	8,1	5,0		7,2		7,1		Max (52 tyg.)	79,0
Dyid (%)	0,0	0,0		3,8		3,8		Min (52 tyg.)	39,5



Wyniki Q4 2009 Mostostalu Warszawa na poziomie operacyjnym są bardzo dobre, na ich obniżkę wpływają jednak zdarzenia pozostałe, o charakterze jednorazowym. Bardzo wysoka marża brutto ze sprzedaży w Grupie (15,1%) i w jednostce (16,2%) to głównie efekt rozpoznania rentowności na kończących się kontraktach budowlanych. Gdyby nie wpływ pozostałych kosztów operacyjnych, zysk brutto przed opodatkowaniem mógłby się nawet zbliżyć do 100 mln PLN. Tak wysoka rentowność w Q4 2009 nie ma jednak wartości progностycznej. W najbliższej przyszłości planujemy dokonać rewizji prognoz wyników Mostostalu Warszawa. Podtrzymujemy opinię, że głównymi atutami spółki są duże zasoby gotówkowe, rozsądna strategia pozyskiwania kontraktów (dużo pozyskanych kontraktów w bardzo dobrym 2008 roku, mało w trudnym 2009), atrakcyjne plany rozwoju. Uważamy, że w przyszłości Mostostal Warszawa będzie sięgał po te same kontrakty, co PBG (energetyka, spalarnie odpadów, hydrotechnika), z drugiej jednak strony potencjał do podpisywania nowych zleceń i związanych z tym pozytywnych zaskoczeń koncentruje się w II połowie 2010 roku. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wyniki Q4 2009

Wyniki Q4 2009 Mostostalu Warszawa na poziomie operacyjnym są bardzo dobre, na ich obniżkę wpływają jednak zdarzenia pozostałe, o charakterze jednorazowym. Przychody wyniosły 756,7 mln PLN i były zbliżone do oczekiwań (724 mln PLN). Bardzo wysoka marża brutto ze sprzedaży w Grupie (15,1%) i w jednostce (16,2%) to głównie efekt rozpoznania rentowności na kończących się kontraktach budowlanych. W dodatku, ruchy na rezerwach dodatkowo zmniejszyły zysk brutto na sprzedaży (zawiązano w jednostce rezerwy na kwotę 29 mln PLN, rozwiązano na 23,3 mln PLN). Zawiązane rezerwy związane są głównie z nowymi kontraktami drogowymi. Rozwiązane rezerwy to w dużej mierze rezerwy utworzone w Q3 2009 w związku z opóźnieniami w budowie stadionu we Wrocławiu. Mimo to, EBIT był niższy niż oczekiwaliśmy (44,2 mln PLN, oczekiwaliśmy 51,1 mln PLN), co związane jest z dużymi pozostałymi kosztami operacyjnymi netto (43,8 mln PLN). Z kwoty tej 13,1 mln PLN to odpis należności, a 15,6 mln PLN to rezerwy na kary netto. Efekt pozostałych przychodów finansowych netto wyniósł w Q4 2009 8,6 mln PLN, z czego 4,5 mln PLN to zysk stoczni Centrum z Grupy Mostostal Płock. Ostatecznie, wynik przed opodatkowaniem wyniósł 52,8 mln PLN, efektywna stopa podatkowa była zbliżona do oczekiwań, a strata mniejszości wyniosła aż 7,5 mln PLN (straty Terramost, AMK Kraków i MPB Mielec). Zysk netto w Q4 2009 wyniósł 43,7 mln PLN (prognozowaliśmy 37,9 mln PLN). Gdyby nie wpływ pozostałych kosztów operacyjnych, zysk brutto przed opodatkowaniem mógłby się nawet zbliżyć do 100 mln PLN. Tak wysoka rentowność w Q4 2009 nie ma jednak wartości progностycznej. Wyniki Q4 2009 są lepsze niż przewidywał konsensus, można jednak oczekiwać, że nie wszyscy analitycy zaktualizowali prognozy po podpisaniu ugody z Gminą Wrocław.

Pozytywne zakończenie sporu z Gminą Wrocław

Mostostal Warszawa wraz z J&P Avax i Wrobis podpisał ugodę z Gminą Wrocław w sprawie zakończenia kontraktu na budowę stadionu we Wrocławiu. Na mocy porozumienia, kara została zredukowana do 20,5 mln PLN (z blisko 73 mln PLN). Na zmniejszenie wymiaru kary pozwoliło przekazanie placu budowy wraz z zapleczem i sprzętem budowlanym nowemu generalnemu wykonawcy. Gdyby poprzednie konsorcjum nie przekazało Max Boelg placu robót wraz z zapleczem, mogłyby powstać dodatkowe opóźnienia w wysokości około 90 dni. Porozumienie przewiduje dodatkowo, że obie strony wycofują wszystkie prowadzone przeciwko sobie sprawy sądowe oraz zrezygnują z dochodzenia roszczeń.

Podpisanie umowy na kwotę 439 mln PLN

Mostostal Warszawa podpisał umowę na budowę odcinka autostrady A4 Tarnów – Rzeszów o wartości 439,44 mln PLN (15,8% prognozowanych na rok 2010 przychodów Mostostalu). Prace

budowlane potrważą 18 miesięcy.

Nowy kontrakt za 29,5 mln PLN

Wrobis w konsorcjum z Tamex Obiekty Sportowe i Energy Investors zawarł umowę z Gminą Miasto Brzeg na budowę Centrum Sportowo – Rekreacyjnego w Brzegu. Wartość kontraktu to 29,5 mln PLN, czyli około 1,1% prognozowanych na rok 2010 przychodów Mostostalu.

Kontrakt na budowę wiaduktów za 30,8 mln PLN

Mostostal Warszawa podpisał kontrakt z PKP PLK na budowę dwóch wiaduktów. Wartość kontraktu do realizacji w ciągu 12 miesięcy to 30,8 mln PLN (1,1% przychodów Mostostalu prognozowanych na rok 2010).

Umowa za 33,9 mln PLN

Mostostal Warszawa w konsorcjum z firmą Emil Borys podpisał kontrakt z Gminą Olecko na budowę obiektu sportowo – rekreacyjnego w Olecku. Termin zakończenia prac to 28 września 2012. Wartość kontraktu to 33,9 mln PLN (1,2% prognozowanych na rok 2010 przychodów Mostostalu, z pominięciem możliwego udziału konsorcjanta – firmy Emil Borys).

Plany rozwoju spółki

W komentarzu do wyników prezes Mostostalu Warszawa powiedział, że spółka pragnie zostać generalnym wykonawcą bloków energetycznych lub być wykonawcą w dużym zakresie prac. Do osiągnięcia celu spółka przygotowuje się poprzez rozwój organiczny. W stosownym czasie podjęta zostanie decyzja o akwizycji. Prezes szacuje, że w 2010 roku zagwarantowane jest już utrzymanie przychodów z roku 2009, możliwy jest nawet ich wzrost.

Zwiększenie linii kredytowej w PKO BP o 200 mln PLN

Mostostal Warszawa podpisał aneks do umowy z bankiem PKO BP, w wyniku którego wielkość dostępnej linii kredytowej wzrosła o 200 mln PLN, zaś termin spłaty kredytu ustalono na 23 lutego 2013.



PBG (Redukuj)

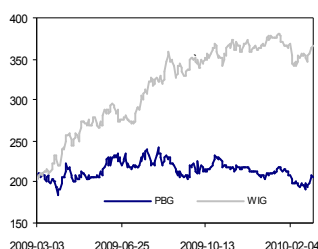
Cena bieżąca: 205,4 PLN

Cena docelowa: 172,3 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-02-22

(mIn PLN)	2008	2009P	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 089,3	2 733,1	30,8%	3 343,0	22,3%	3 506,3	4,9%	Liczba akcji (mIn)	14,3
EBITDA	270,6	338,5	25,1%	343,2	1,4%	319,8	-6,8%	MC (cena bieżąca)	2 936,2
marża EBITDA	12,9%	12,4%		10,3%		9,1%		EV (cena bieżąca)	3 422,2
EBIT	223,4	293,5	31,4%	298,0	1,5%	274,4	-7,9%	Free float	51,0%
Zysk netto	158,0	191,5	21,2%	203,1	6,1%	201,1	-1,0%		
P/E	17,5	15,3		14,5		14,6		Zmiana ceny: 1m	-1,7%
P/CE	13,4	12,4		11,8		11,9		Zmiana ceny: 6m	-0,1%
P/BV	1,0	0,8		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	-0,8%
EV/EBITDA	13,4	11,5		10,0		9,8		Max (52 tyg.)	242,9
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	184,3



W okresie największej paniki na rynkach finansowych, w Q1 2009, kurs PBG zachowywał się najlepiej spośród przedstawicieli branży budowlanej. Przyczyną tak korzystnego zachowania kursu był głównie duży portfel zleceń na tle konkurencji. Od najniższych poziomów cenowych z lutego 2009 (ok. 182 PLN) kurs PBG wzrósł o niecałe 7%. Nie czyni to jednak spółki atrakcyjną na tle branży. Uważamy, że sytuacja może się odwrócić - portfel zleceń PBG nie będzie rósł lub nawet będzie spadał, zaś konkurencji będą pozyskiwali kolejne kontrakty. Taki stan rzeczy będzie miał naszym zdaniem miejsce w I połowie 2010 roku. W II połowie roku sytuacja powinna się poprawić, jednak nie można wykluczyć negatywnych zaskoczeń. Standardowo, w przypadku rozstrzygnięcia przetargów publicznych mogą mieć miejsce opóźnienia. Marże PBG nadal pozostają ponadprzeciętne, zaś oczekiwania co do ich utrzymania mogą być nierealne (premia na EV/S na tle branży równa blisko 100%). Konieczność bardziej aktywnej walki konkurencyjnej i starania się o te same kontrakty, co Polimex, czy Mostostal Warszawa, powoduje, że utrzymanie poziomu marż w PBG może być coraz częściej podważane. Udział wysoko-marżowych kontraktów na budowę LMG i magazynu w Wierchowicach będzie mały r/r (2010: 600 mln PLN przychodów, 2011: 425 mln PLN, 2012: 225 mln PLN). Silna zima, połączona z późnym zakontraktowaniem niektórych podwykonawców na stadionie w Warszawie, powoduje, że wyniki Hydrobudowy w 2010 i 2011 roku mogą być gorsze od naszym pierwotnych założeń. Rekomendujemy redukcję akcji PBG.

PBG planuje udział w przetargach na kwotę 50 mld PLN

Grupa PBG planuje w 2010 roku wystartować w przetargach na kwotę 50 mld PLN, czyli około dwóch razy więcej niż w roku 2009. Pozyskiwalność kontraktów wynosi 12-18%, w zależności od segmentu. Poza zleceniami drogowymi Grupę interesują przetargi hydrotechniczne, związane z ochroną środowiska (spalarnie śmieci), energetyczne (m.in. blok w Opolu) oraz przetarg na budowę terminalu LNG. Obecnie w portfelu Grupy znajdują się zlecenia o wartości 4,5 mld PLN, z czego 3 mld PLN przypadają do realizacji w 2010 roku. Wzrost przychodów r/r w 2009 roku może być niższy niż zakładany, jednak różnica w stosunku do prognozy będzie niższa niż 10%, w dodatku Grupa osiągnie zapowiadany zysk netto. Szacunki zarządu PBG zapowiadały 2,8 mld PLN przychodów i 190 mln PLN zysku netto. Prognozę przychodów może przekroczyć Hydrobudowa.

Prezes o rynku i kontraktach stadionowych

Portfel zamówień Hydrobudowy wynosi 2,3 mld PLN, z czego 1,8 mld PLN przypada na rok 2010. Spółka planuje w najbliższym czasie złożyć oferty o wartości 3 mld PLN. Prezes zapewnia, że kontrakty na budowę stadionów są rentowne. Zakontraktowana jest już większość prac na budowie Stadionu Narodowego, których łączna wartość mieści się w przyjętym przez spółkę budżecie. Do podziału zostały jedynie roboty wykończeniowe, gdzie duża konkurencja powinna pozwolić na zdobycie atrakcyjnej oferty. Obecnie przychody z realizacji prac rozpoznawane są z niższą marżą od przeciętnej w Grupie, zarząd woli jednak pozostawić sobie pewne rezerwy. Najbardziej konserwatywnie ujmowane są obecnie wyniki na budowie stadionu w Gdańsku. W 2010 roku prezes spodziewa się rekordowej liczby kontraktów drogowych, co przyczyni się do spadku konkurencji i ułatwienia spółce wejścia na rynek. Spółkę interesuje także rozwój wraz z PBG w ramach budownictwa energetycznego. Zarząd w tym roku nie planuje wypłaty dywidendy, nie podaje też daty planowanego opublikowania prognozy wyników na rok 2010.

Kontrakt na budowę tłoczni gazu za 59 mln PLN w siłach własnych

PBG w konsorcjum z Control Process podpisało kontrakt na budowę Tłoczni Jarosław ze spółką Gaz-System. Wartość kontraktu to 117,7 mln PLN, z czego około 59 mln PLN przypadnie na PBG (1,8% prognozowanych na rok 2010 przychodów Grupy).



Polimex Mostostal (Trzymaj)

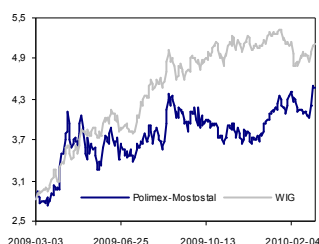
Cena bieżąca: 4,47 PLN

Cena docelowa: 4,5 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-02-03

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	4 301,7	4 852,7	12,8%	4 764,9	-1,8%	5 096,9	7,0%	Liczba akcji (mIn)	463,6
EBITDA	298,5	353,9	18,5%	314,9	-11,0%	334,6	6,3%	MC (cena bieżąca)	2 072,2
marża EBITDA	6,9%	7,3%		6,6%		6,6%		EV (cena bieżąca)	2 596,3
EBIT	228,1	271,9	19,2%	213,6	-21,5%	233,3	9,2%	Free float	62,2%
Zysk netto	120,1	155,7	29,6%	145,1	-6,8%	167,0	15,1%		
P/E	17,2	13,3		14,3		12,4		Zmiana ceny: 1m	1,4%
P/CE	10,9	8,7		8,4		7,7		Zmiana ceny: 6m	7,7%
P/BV	2,0	1,7		1,5		1,3		Zmiana ceny: 12m	56,3%
EV/EBITDA	8,8	7,2		8,2		7,4		Max (52 tyg.)	4,5
Dyid (%)	0,2	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,8



Polimex Mostostal zaprezentował dobre wyniki Q4 2009. Źródłem zaskoczenia pozytywnego jest poziom przychodów. Marża brutto na sprzedaży wyniosła w Q4 2009 9,9%, przy czym tak wysoka marża wynika z zaprezentowania sprzedaży Hotelu Warszawa na poziomie przychodów i kosztów własnych sprzedaży. Transakcja wygenerowała 47 mln PLN przychodów i 25 mln PLN kosztów własnych sprzedaży. Korygując wynik brutto na sprzedaży i przychody o wynik transakcji, marża brutto na sprzedaży wyniosłaby 9,5%. Podsumowując, wyniki Q4 2009 są bardzo dobre na poziomie operacyjnym, jednak zaskoczenie pozytywne na przychodach raczej nie ma wartości prognostycznej i samo w sobie, pomijając kształtowanie się portfela zamówień, nie jest podstawą do rewizji w górę prognoz przychodów w kolejnych kwartałach. Nie wykluczamy rewizji prognoz dla Polimexu, jednak podstawą dla niej nie będą wyniki Q4 2009. Nasze podejście do spółki raczej się nie zmieni – o ile pozytywnie postrzegamy perspektywę budownictwa energetycznego w przyszłości, o tyle uważamy, że w segmencie chemicznym i energetycznym istnieje ryzyko pogorszenia wyników r/r w roku 2010. Sądzymy, że wyniki 2010 roku mogą być gorsze, niż przewiduje konsensus. Podtrzymujemy rekomendację neutralną.

Wyniki Q4 2009

Polimex Mostostal zaprezentował dobre wyniki Q4 2009. Źródłem zaskoczenia pozytywnego jest poziom przychodów (1540,8 mln PLN, przewidywaliśmy 1350 mln PLN). Marża brutto na sprzedaży wyniosła w Q4 2009 9,9%, przy czym tak wysoka marża wynika z zaprezentowania sprzedaży Hotelu Warszawa na poziomie przychodów i kosztów własnych sprzedaży. Korygując wynik brutto na sprzedaży i przychody o wynik transakcji, marża brutto na sprzedaży wyniosłaby 9,5%. Bardzo dobry wynik operacyjny pogarszają wysokie koszty operacyjne netto (8,7 mln PLN, oczekiwaliśmy 0,5 mln PLN ex Hotel Warszawa). Ostatecznie EBIT w Q4 2009 wyniósł 81,1 mln PLN (oczekiwaliśmy 75,3 mln PLN). Pozostałe koszty finansowe netto (oczekiwaliśmy 12,0 mln PLN, jest: 18,4 mln PLN). Ostatecznie, Polimex wygenerował 49,8 mln PLN zysku netto (prognozowaliśmy 49,1 mln PLN).

Prezes o wynikach 2010 roku

Polimex liczy, że dynamika przychodów i zysku wyniesie w 2010 roku 10%, przy założeniu porównywalnych zasad księgowości. Ponieważ Polimex nie będzie w 2010 roku konsolidował wyników partnerów konsorcjalnych, nominalnie przychody będą jednak na podobnym poziomie r/r. W 2010 roku rentowność netto powinna się zbliżyć do 4%, wraz z postępowaniem procesu konsolidacji. Konsolidacja ma zakończyć się w czerwcu. Już w 2010 konsolidacja powinna przynieść 7 mln PLN oszczędności. W przyszłym roku spadek kosztów powinien wynieść 30 mln PLN, w 2011 roku zaś 50 mln PLN. Portfel zleceń Polimexu ma wartość 7,4 mld PLN, z czego 4,2 mld PLN przypada na rok 2010. Zarząd będzie wnioskował o przeznaczenie 10-20% jednostkowego zysku na dywidendę.

Udziały Polimexu w kontraktach na budowę bloków energetycznych

Polimex poinformował, że udział spółki w ofercie na budowę bloku w Siekierkach sięga 50%, zaś w ofercie na budowę bloku w Opolu 30%. We wrześniu będą składane oferty cenowe na budowę bloku w Siekierkach, rozstrzygnięcie oczekiwane jest pod koniec roku. Pod koniec roku powinno też nastąpić rozstrzygnięcie przetargu w Opolu.

Wyniki Energomontażu Północ

Energomontaż Północ wygenerował w Q4 2009 91,0 mln PLN przychodów (Q4 '08: 102,2 mln PLN), 3,7 mln PLN zysku brutto (marża: 4,0%), 3,2 mln PLN straty EBIT i 1,4 mln PLN straty netto. Negatywny wpływ na wynik Q4 2009 miało zawiązanie rezerw na potencjalną karę za opóźnienie na kontrakcie we Wrocławiu (4 mln PLN), zawiązanie rezerw na należności

nieściągające Energomontażu Magyarszlag (750 tys. PLN), ujemne przeszacowanie wartości nieruchomości (150 tys. PLN). Po wykluczeniu tych zdarzeń jednorazowych, zysk brutto ze sprzedaży wyniósł 8,6 mln PLN (marża: 9,4%). Negatywny wpływ na wyniki miała też strata na segmencie produkcji (wynik niskiej kontraktacji Energomontażu Sochaczew i Energomontażu Gdynia oraz deficytowego kontraktu na wykonanie konstrukcji stalowych). Portfel zleceń na rok 2010 wynosi 190 mln PLN (odpowiednio portfele na podobny okres w latach bieżących, w 2009 roku: 397 mln PLN, w 2008 roku: 149 mln PLN, w 2007 roku: 113 mln PLN). Słabe są portfele zleceń Energomontażu Sochaczew i Gdynia (obciążenie około 2 miesięcy produkcji, w porównaniu do ponad roku w okresach najlepszej koniunktury). Spółka składa oferty na kwotę 1,95 mld PLN (w siłach własnych, z wyłączeniem konsorcjantów).

Wyniki Naftobudowy

Naftobudowa wygenerowała w Q4 2009 42,6 mln PLN przychodów, 8,5 mln PLN rentowności brutto na sprzedaży (marża: 20%), 9,8 mln PLN EBIT (efekt pozostałych przychodów operacyjnych netto: +4,4 mln PLN) oraz 5 mln PLN netto.

Zmiana parytetu i zatwierdzenie połączenia

Akcjonariusze Naftobudowy wyrazili zgodę na połączenie Polimexu i Naftobudowy. Na wniosek ING OFE parytet połączeniowy został zmieniony z 6,04 na 6,5.

Bieżąca wartość synergii z inkorporacji wyniesie 250 mln PLN

Zarząd Polimexu wspólnie z AT Kearney szacuje, że efekty synergii, jakie przyniesie fuzja z 7 spółkami zależnymi, osiągną 50,9 mln PLN w trzecim roku po połączeniu. Wartość bieżąca netto synergii dla okresu 2010-2020 wynosi 250 mln PLN (13,2% kapitalizacji Polimexu). Polimex spodziewa się m.in. redukcji kosztów w związku z integracją działalności operacyjnej, optymalizacji kosztów zakupów, powiększenia zasobów ludzkich, intelektualnych i materialnych.

Energomontaż Północ zainwestuje 40 mln PLN w Gdyni

Energomontaż Północ ma zainwestować 40 mln PLN na terenie przejętym w 2009 roku od Stoczni Gdynia. Grupa opracowuje właśnie program inwestycyjny. Nakłady sięgną maksymalnego poziomu, jeśli teren zostanie włączony do specjalnej strefy ekonomicznej. Energomontaż Gdynia, spółka zależna Energomontażu Północ, zamierza na przejętym terenie produkować konstrukcje stalowe dla segmentu offshore, elementy podwodnych platform wiertniczych oraz farm wiatrowych. Realizacja inwestycji miałaby się zakończyć jeszcze przed 2011 rokiem.

Dwa kryteria programu motywacyjnego spełnione

Prezes Jaskóła przyznaje, że za ubiegły rok spełnione zostały 2 kryteria programu motywacyjnego. Chodzi o zmianę zysku netto i EBITDA. Nie udało się spełnić kryterium związanego z wzrostem kursu akcji. Cena emisyjna to 6,51 PLN/akcję. W związku z planowaną fuzją, program może w przyszłości ulec zmianie. Do końca czerwca fuzja ma być zarejestrowana, tak aby konsolidacja przejętych pakietów akcji miała miejsce od II połowy 2010 roku.



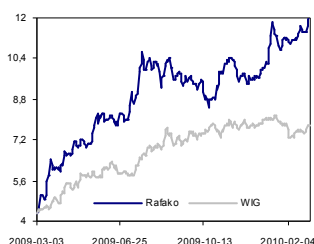
Rafako (Akumuluj)

Cena bieżąca: 12,25 PLN Cena docelowa: 11,6 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-02-03

(mIn PLN)	2008	2009P	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 125,6	996,5	-11,5%	1 310,2	31,5%	1 441,2	10,0%	Liczba akcji (mln)	69,6
EBITDA	76,1	72,7	-4,5%	84,4	16,2%	87,1	3,2%	MC (cena bieżąca)	852,6
marża EBITDA	6,8%	7,3%		6,4%		6,0%		EV (cena bieżąca)	600,5
EBIT	60,8	56,9	-6,4%	68,2	19,8%	70,2	3,0%	Free float	21,8%
Zysk netto	-11,6	32,8		55,8	70,0%	58,5	4,7%		
P/E		26,0		15,3		14,6		Zmiana ceny: 1m	9,5%
P/CE	227,4	17,5		11,8		11,3		Zmiana ceny: 6m	25,0%
P/BV	2,5	2,3		2,0		1,8		Zmiana ceny: 12m	142,6%
EV/EBITDA	8,0	8,9		7,1		6,3		Max (52 tyg.)	12,3
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	4,8



Nadal pozytywnie postrzegamy perspektywę Rafako w ramach planowanych inwestycji w Polskiej energetyce. Pomimo ryzyka, że wiele firm z segmentu budownictwa energetycznego będzie pogarszać wyniki w 2010 roku, w Rafako sytuacja może wyglądać inaczej. Oczekujemy, że zakończenie bardzo wielu kontraktów budowlanych w 2010 roku zaoferuje poprawę rentowności (spółka ma zwyczaj rozpoznawać wyższą rentowność kontraktów / rozwiązywać rezerwy w końcowej fazie budowy lub po ukończeniu). Uważamy, że najbliższe tygodnie i miesiące mogą przynieść pozytywne zaskoczenia – tak po stronie dobrych wyników Q4 2009 (niski konsensus prognoz), jak i nowych kontraktów (w tym możliwe rozstrzygnięcia przetargów na modernizację w Bełchatowie, jak i wybrane mniejsze zlecenia). Przygotowujemy rewizję prognoz i wyceny dla Rafako. Pozostawiamy naszą rekomendację akumuluj bez zmian, pomimo przekroczenia ceny docelowej o prawie 5%.



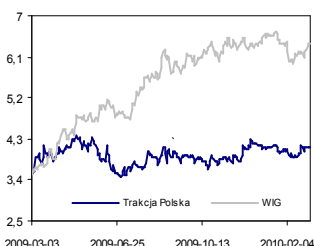
Trakcja Polska (Trzymaj)

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

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-01-06

(mIn PLN)	2008	2009P	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	794,6	712,7	-10,3%	753,0	5,7%	957,0	27,1%	Liczba akcji (mln)	160,1
EBITDA	60,9	83,7	37,5%	51,2	-38,8%	55,8	9,0%	MC (cena bieżąca)	656,4
marża EBITDA	7,7%	11,7%		6,8%		5,8%		EV (cena bieżąca)	448,5
EBIT	53,0	73,7	39,1%	40,7	-44,8%	45,1	10,8%	Free float	42,5%
Zysk netto	54,7	66,1	20,8%	40,0	-39,5%	43,8	9,5%		
P/E	12,0	9,9		16,4		15,0		Zmiana ceny: 1m	1,0%
P/CE	10,5	8,6		13,0		12,0		Zmiana ceny: 6m	2,8%
P/BV	2,1	1,7		1,6		1,4		Zmiana ceny: 12m	5,7%
EV/EBITDA	5,6	5,8		8,8		7,3		Max (52 tyg.)	4,4
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,5



Po 9 miesiącach wstrzymanych rozstrzygnięć przetargów, większość wykonawców jest w podobnej sytuacji (zapełnienie około 70% portfela na rok 2010). Uważamy, że taka sytuacja, w połączeniu z powolnym ogłaszaniem i rozstrzyganiem kolejnych zleceń, powoduje dużą walkę konkurencyjną między wykonawcami. Sądymy, że ostatnie oferty Trakcji (Działdowo, linia 358) były agresywne cenowo. W dodatku, podpisanie kontraktu na budowę LCS Działdowo się opóźnia, co rodzi ryzyko gorszych wyników w 2010 roku. Nasza prognoza 40 mln PLN zysku w 2010 roku może okazać się zbyt optymistyczna. Sądymy, że w kontekście priorytetu udzielonego budowie dróg i niepewnych wpływów z prywatyzacji, perspektywa ogłoszenia w 2010 roku dużej liczby przetargów, o wartości rzędu 5 mld PLN, jest mocno niepewna, podobnie jak duży wzrost CAPEX-u PKP PLK już w 2011 roku. W międzyczasie, czeka nas pogorszenie wyników Trakcji w Q3 i Q4 2010. W marcu powinien być rozstrzygnięty przetarg na budowę LCS Ciechanów o wartości 300 mln PLN. Podtrzymujemy rekomendację neutralną.

Trakcja rozpoczyna projekt deweloperski

Trakcja Polska podpisała umowę ze spółką zależną PRK 7. Będzie ona inwestorem (spółka w 100% zależna od Trakcji), Trakcja zaś generalnym wykonawcą. Wartość prac to 41,56 mln PLN.



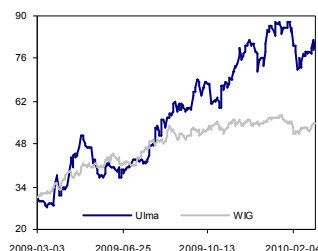
Ulma Construcción Polska (Trzymaj)

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-01-06

Cena bieżąca: 81,55 PLN Cena docelowa: 82,2 PLN

(mIn PLN)	2008	2009P	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	241,5	174,7	-27,6%	221,4	26,7%	247,6	11,9%	Liczba akcji (mln)	5,3
EBITDA	103,4	68,7	-33,5%	112,6	63,9%	125,2	11,2%	MC (cena bieżąca)	428,6
marża EBITDA	42,8%	39,3%		50,9%		50,6%		EV (cena bieżąca)	581,5
EBIT	40,9	4,1	-90,0%	43,4	959,0%	52,0	19,9%	Free float	18,8%
Zysk netto	25,9	-5,0		24,9		33,0	32,5%		
P/E	16,6			17,2		13,0		Zmiana ceny: 1m	-5,2%
P/CE	4,9	7,2		4,6		4,0		Zmiana ceny: 6m	38,0%
P/BV	1,6	1,6		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m	177,6%
EV/EBITDA	5,9	8,8		5,2		4,5		Max (52 tyg.)	88,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	27,0



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



Unibep (Akumuluj)

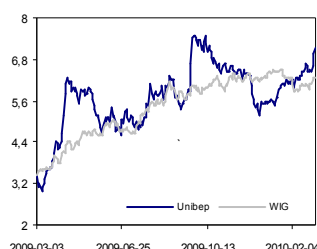
Cena bieżąca: 7,15 PLN

Cena docelowa: 7,52 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-02-22

(mIn PLN)	2008	2009P	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	503,9	395,6	-21,5%	658,3	66,4%	689,6	4,8%	Liczba akcji (mIn)	33,9
EBITDA	33,4	28,5	-14,6%	28,7	0,6%	27,2	-5,4%	MC (cena bieżąca)	242,6
marża EBITDA	6,6%	7,2%		4,4%		3,9%		EV (cena bieżąca)	245,3
EBIT	31,8	24,1	-24,2%	23,7	-1,6%	22,0	-6,9%	Free float	27,5%
Zysk netto	27,6	18,3	-33,7%	18,9	2,9%	20,0	6,3%		
P/E	8,8	13,2		12,9		12,1		Zmiana ceny: 1m	15,1%
P/CE	8,3	10,6		10,2		9,6		Zmiana ceny: 6m	32,7%
P/BV	2,4	2,0		1,7		1,5		Zmiana ceny: 12m	130,6%
EV/EBITDA	5,6	8,7		8,5		6,7		Max (52 tyg.)	7,5
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,8		Min (52 tyg.)	3,0



Pozytywnie postrzegamy pozyskanie kontraktów z rynku norweskiego i wypełnienie mocy produkcyjnych fabryki konstrukcji lekkich na rok 2010. Uważamy, że spółka będzie zdobywała kolejne kontrakty mieszkaniowe i korzystała z poprawy sytuacji na rynku. Nie wykluczamy też wejścia w życie przynajmniej jednego kontraktu rosyjskiego, co mogłoby wpłynąć na rewizję prognoz w górę. Pomimo krótkoterminowych ryzyk związanych z pozyskiwanymi po niskich cenach kontraktami, zwracamy uwagę, że po zakończeniu obecnych projektów deweloperskich, w 2012 roku, Unibep będzie posiadał ponad 70 mln PLN gotówki netto i generował przynajmniej 700 mln PLN przychodów. Prawdopodobnie, wówczas marże generalnego wykonawcy na rynku mieszkaniowym będą wówczas także znacznie lepsze. Spółka nadal notowana jest z dyskontem do pozostałych przedstawicieli branży. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Ambitne cele na rok 2012, nowe kontrakty

Prezes Unibepu przyznaje, że celem na rok 2012 jest osiągnięcie 1 mld PLN obrotów i rentowności netto na poziomie 5%. Zarząd nie wyklucza też w przyszłości korekty prognozy na rok 2010, ze względu na możliwość zdobycia kontraktu w Petersburgu na kwotę 80 mln EUR. Korekta mogłaby mieć miejsce przy okazji publikacji wyników za Q1 2010. Unibep uzgodnił już kontrakt z austriackim inwestorem, podpisanie zlecenia zależy jedynie od tego, czy KUKE ubezpieczy projekt. Spółka ma przejąć istniejącą budowę, w stanie deweloperskim. Prace potrwać dwa lata. W Q1 2010 rozstrzygnąć się też mogą dwa mniejsze zlecenia rosyjskie na kwotę 10 mln EUR każde. Marża brutto na zleceniach w Rosji może wynieść 4-5%, czyli tyle, co do tej pory. Kolejny duży projekt już podpisany, budowa Hotelu Wnukowo w Moskwie (wartość kontraktu: ok. 330 mln PLN), ciągle nie ma finansowania, trwają jednak wstępne rozmowy inwestora z bankami. W najbliższym czasie może się też rozstrzygnąć kwestia udziału spółki w projekcie deweloperskim (spółka odkupi udziały od dewelopera, który ma problemy ze sfinansowaniem inwestycji).

Rusza kontrakt mieszkaniowy za 70,5 mln PLN

Unibep poinformował, że inwestor, spółka Zielony Żoliborz, pozyskała finansowanie na budowę kompleksu mieszkaniowego. W związku z tym rozpocznie się realizacja kontraktu o wartości 70,5 mln PLN (12% prognozowanych na ten rok przychodów Unibepu). Spółka negocjuje kolejne kontrakty – spółka wygrała przetarg na budowę obiektu handlowo-usługowo-medycznego o wartości 30 mln PLN (5% przychodów Unibepu w 2010 roku). Portfel zleceń na ten rok ma wartość 470 mln PLN.

2 nowe norweskie kontrakty

Unibep podpisał 2 nowe kontrakty na rynku norweskim. Pierwszy kontrakt dotyczy realizacji osiedla mieszkaniowego Fremmerholen Park w Alesund w Norwegii. Zamawiającym jest firma Mose. Wartość zlecenia to 11,4 mln PLN. W ramach zlecenia powstanie 20 mieszkań. Drugi kontrakt dotyczy realizacji osiedla Vikaasen Terasser w mieście Mo I Rana w Norwegii. W ramach zlecenia powstaną 32 mieszkania. Wartość zlecenia to 24,7 mln PLN. Oba kontrakty zostaną zrealizowane do grudnia 2010 w fabryce domów prefabrykowanych w Bielsku Podlaskim. Wartość obu zleceń to 36,1 mln PLN, czyli około 5,5% prognozowanych na rok 2010 przychodów Unibepu.

Wypadek na budowie

Na budowie Plaza Centers w Suwałkach miał miejsce już trzeci wypadek, w którym zginęły 2 osoby, a 2 są ciężko ranne (wynik załamania się platformy rusztowania). We wszystkich wypadkach uczestniczyły zatrudnione przez generalnego wykonawcę firmy podwykonawcze. Zlecenie jest realizowane w konsorcjum z Mostostalem Białystok. Wartość kontraktu to 139,7 mln PLN. Inwestycja miała być zrealizowana do 15 kwietnia 2010, ale oddanie obiektu może się



przesuwać ze względu na ciężką zimę. Prezes Unibepu uspokaja, że wypadek nie wpłynie na stronę finansową zlecenia.

Deweloperzy

Segment mieszkaniowy

Przyczyny rezygnacji z zakupu mieszkania

Co piąta osoba, która planowała w 2009 roku zakup mieszkania, zrezygnowała z planów. Powodem 40% rezygnacji były zbyt wysokie ceny mieszkań, 23% - drogie kredyty, 19% - brak zdolności kredytowej, 14% - obawa przed utratą pracy, 11% - trudność ze sprzedażą obecnej nieruchomości, 10% - zmiana planów, 7% - brak pieniędzy.

Ceny mieszkań wprowadzonych do oferty w Q4 2009

W trzech miastach w Q4 2009 deweloperzy wprowadzali mieszkania po średnich cenach wyższych niż w Q3 2009. Największa zmiana wystąpiła w Warszawie (+7,8% q/q), we Wrocławiu mieszkania podrożały o 7%, w Trójmieście o 3%. W Warszawie podwyżka wynikała m.in. z wprowadzenia do sprzedaży kilkudziesięciu apartamentów o cenie ponad 20 tys. PLN/m². W segmencie popularnym i o podwyższonym standardzie wzrost wyniósł 2,5%. We Wrocławiu i Trójmieście wzrost również wynikał z wprowadzenia do oferty mieszkań o podwyższonym standardzie i apartamentów, w segmencie popularnym ceny mieszkań wprowadzonych do oferty pozostały bez zmian. W pozostałych miastach, czyli Łodzi, Poznaniu i Krakowie, ceny nowych mieszkań spadały. Największy spadek, bo wynoszący aż 35% między Q2 a Q4, miał miejsce w Łodzi. Nadal klienci mogą liczyć na rabaty od deweloperów, przy tym wynoszą one obecnie już tylko 2-4%. Na większe upusty można liczyć w przypadku dużych lokali, które nie znajdują nabywców.

Ożywienie w sprzedaży mieszkań

Wg raportu Open Finance i Home Broker, luty przyniósł wzrost liczby transakcji o 15% m/m. W skali roku wzrost wyniósł 47%. Autorzy raportu pokazują również, że rosną ceny transakcyjne.

Segment komercyjny

Arkadia i Warszawa Wileńska sprzedane

Unibail – Rodamco podpisał umowę z Simon Ivanhoe, na mocy której Unibail – Rodamco zakupi 7 centrów handlowych w Europie i obejmie 50% udziału w 5 przedsięwzięciach deweloperskich we Francji. Sprzedane centra handlowe to: Arkadia (103 128 m²), Warszawa Wileńska (35 400 m²), Bay 1 / Bay 2 (86 002 m², Francja), Bel'Est (27 117 m², Francja), Villabe A6 (26 410 m²), Wasquehal (23 614 m²).

Inwestycje w segmencie komercyjnym w 2009 roku

Zgodnie z obliczeniami CB Richard Ellis, inwestycje w zakup powierzchni komercyjnej wyniosły w 2009 roku w Polsce 646 mln EUR (-68% r/r). Rok 2010 będzie lepszy niż poprzedni. Inwestorzy coraz częściej zastanawiają się nad inwestycjami w regionie. Największą popularnością cieszą się biurowce klasy A i dobrze prosperujące centra handlowe.

Prognozy Cushman & Wakefield dot. rynku najmu

Cushman & Wakefield prognozuje, że wzrost czynszów za budynki biurowe klasy A w Warszawie może wynieść do 2012 roku 15-20%. Największe podwyżki czynszów mogą nastąpić w przyszłym roku (niedostatek powierzchni biurowej może spotkać się z wzrostem gospodarczym). Czynniki w Londynie, w dzielnicy West End mogą zaś wzrosnąć nawet o 40%.

Problemy deweloperów komercyjnych w USA

Szefowa centrum badawczego powołanego przez amerykański Kongres, Congressional Oversight Panel, ostrzega, że na rynku nieruchomości komercyjnych wyrosła potężna bańka, która musi pęknąć. Spowoduje to upadłości firm deweloperskich i banków regionalnych. Dalszy rozwój sytuacji zależy od banków – jak na razie renegocjują one umowy kredytowe zamiast żądać spłaty kredytów.

Echo Investment

Mniejsza strata na wycenie niż w GTC

Echo zaprezentowało wyniki Q4 2009. Przychód operacyjny brutto (GOI) wzrósł q/q o 3,3%, zaś NOI spadł q/q o 4,5%. Strata na wycenie nieruchomości inwestycyjnych wyniosła 62,6 mln PLN, zaś koszty ogólne 20,5 mln PLN. Zysk z różnic kursowych wyniósł 33,2 mln PLN, zysk netto zaś 16,8 mln PLN.

Ambitny program inwestycyjny

Echo Investment w 2010 roku chce rozpocząć 20 inwestycji – 4 centra handlowe (Słupsk Arena, rozbudowa galerii w Bełchatowie, galeria w Łomży, Galeria Astra w Szczecinie), 4 biurowce (Malta Office Park E3, Aurus E1, inwestycje w Katowicach i Krakowie) i 12 inwestycji

mieszkaniowych. W całym roku spółka pragnie wprowadzić do oferty około 1000 mieszkań i 200 działek pod budownictwo jednorodzinne. Oprócz kredytów bankowych, Echo pragnie w tym celu wykorzystać środki ze sprzedaży 5 już ukończonych projektów – 3 centrów handlowych i 2 biurów. Są to obiekty o średniej wielkości, będące od kilku lat w portfelu dewelopera. Jeden z biurów ma mieć około 5 lat – kryterium te spełnia budynek przy ul. Postępu i Athina Park. Prezes oczekuje, że po spłacie kredytów zaciągniętych na budowę sprzedawanych nieruchomości, w kasie firmy pozostanie 60-70 mln EUR. Spółka szacuje wydatki kapitałowe w 2010 roku na 600 mln PLN. Zarząd liczy, że stopy kapitalizacji przy sprzedaży nieruchomości będą nieco lepsze od rynkowych. Prezes zapowiada również zakupy gruntów pod nowe inwestycje. Spółkę interesują działki pod inwestycje biurowe, nabywaniu gruntów sprzyja spadek ich cen. W 2010 roku nie ruszą projekty zagraniczne, ze względu na niski stopień komercjalizacji.

Gant Development

Ambitne plany na przyszłość

Gant zakłada sprzedaż brutto 994 mieszkań w 2010 roku. W styczniu sprzedaż wyniosła 60 mieszkań brutto, było też 8 rezygnacji. W Q1 nabywców ma znaleźć 176 mieszkań, w Q2 230 mieszkań, w Q3 262 mieszkań, w Q4 326 mieszkań. W 2010 roku w ofercie spółki ma się znaleźć blisko 2500 mieszkań. W tym roku przekazanych ma zostać 700-800 lokali, w porównaniu do 540 w 2009 roku. Celem jest też rozwój części komercyjnej, tak, aby w 2012 roku przynosiła 60 mln PLN przychodów (2009: 28 mln PLN, z czego 60% to wpływy z najmu powierzchni w CH Marino). Do 2012 roku Gant w 6 projektach planuje budowę 59 tys. PUM powierzchni komercyjnej. W najbliższym czasie, ze względu na niskie ceny, Gant nie planuje sprzedaży obiektów komercyjnych. Gant planuje też zakup działki w czeskiej Pradze, na której powstałby budynek o powierzchni około 10 tys. m². Inwestycja mogłaby się rozpocząć w 2011 roku. Plany inwestycyjne Gant planuje sfinansować z emisji akcji, obligacji zabezpieczonych (50 mln PLN) i obligacji niezabezpieczonych (100 mln PLN).

Pozwolenie na budowę obiektu przy ul. Sokołowskiej

Spółka zależna Ganta poinformowała o pozyskaniu pozwolenia na budowę osiedla Kaskada na Woli przy ul. Sokołowskiej. W I etapie powstanie 280 mieszkań. Łącznie inwestycja będzie liczyć 750 lokali (50 tys. PUM). Finansowanie budowy I etapu jest już zapewnione. Spółka nie wyklucza kolejnych inwestycji w Warszawie.

Wikana

Plany dewelopera na najbliższe lata

Wikana planuje rozpocząć w 2010 roku 16 nowych inwestycji mieszkaniowych, w ramach których powstanie 575 nowych lokali. W całym roku spółka ma sprzedać więcej mieszkań, niż w roku 2009 (320 lokali). W ciągu dwóch następnych lat w ręce klientów ma trafić 1500 mieszkań. Większość inwestycji ma być realizowana na rynku lubelskim, rzeszowskim i zamojskim. Równocześnie ma być rozwijana komercyjna część biznesu – pierwszym projektem będzie centrum magazynowo – biurowe w Lublinie, realizowane na terenie SSE Euro-Park Mielec. Jako pierwsze mają powstać hala magazynowa i jeden budynek biurowy, których budowa ma ruszyć w tym roku. Nie wykluczone, że Grupa kapitałowa w 2010 roku powiększy się o kolejne podmioty. Zarząd rozważa stworzenie biura projektowego lub firmy zarządzającej nieruchomościami.



Dom Development (Trzymaj)

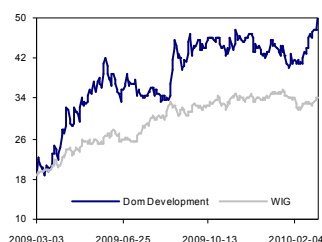
Cena bieżąca: 51 PLN

Cena docelowa: 50,1 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-05

(mIn PLN)	2008	2009P	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	698,2	670,8	-3,9%	497,3	-25,9%	798,1	60,5%	Liczba akcji (mIn)	24,6
EBITDA	168,1	110,1	-34,5%	39,7	-63,9%	123,7	211,7%	MC (cena bieżąca)	1 252,6
marża EBITDA	24,1%	16,4%		8,0%		15,5%		EV (cena bieżąca)	1 427,8
EBIT	165,7	107,6	-35,0%	37,3	-65,4%	121,3	225,4%	Free float	24,1%
Zysk netto	136,9	78,4	-42,7%	27,3	-65,2%	97,7	257,5%		
P/E	9,1	16,0		45,9		12,8		Zmiana ceny: 1m	22,9%
P/CE	9,0	15,5		42,1		12,5		Zmiana ceny: 6m	28,5%
P/BV	1,8	1,7		1,6		1,5		Zmiana ceny: 12m	148,8%
EV/EBITDA	9,1	13,9		36,0		9,0		Max (52 tyg.)	51,0
Dyid (%)	4,0	1,6		0,5		1,9		Min (52 tyg.)	18,8



Przesłanie inwestycyjne w sektorze deweloperskim pozostaje bez zmian. Uważamy, że wyniki realizowane na nowych inwestycjach w 2011 roku mają szansę być lepsze, niż nasze oczekiwania. Kolejne inwestycje wprowadzane do oferty powodują, że wyniki sprzedaży mieszkań w Dom Development powinny się znacznie poprawiać. Spółka nadal jest nadpłynna, wyborem nie jest czy budować, ale raczej jak dużo. Do zrealizowania naszych prognoz brakuje rozpoczęcia projektów Derby 14, Górczewska i Winnica, a także kolejnego etapu Saskiej Kępy. Nie wykluczamy, że deweloper przekroczy nasze oczekiwania dotyczące wolumenu projektów wprowadzonych do oferty, zwracamy jednak uwagę, że transakcje nabycia gruntów (dywersyfikacja oferty) nie muszą być przeprowadzone szybko, poza tym spółka jest notowana z istotną premią do wartości aktywów. Niektóre aktywa Dom Development są warte mniej, niż ich wartość bilansowa (Kamienica Raczyńskiego, działka we Wrocławiu, działka przy ul. Górczewskiej). Uważamy, że premia za płynność w relacji do wycen innych deweloperów jest zbyt wysoka. Obniżamy rekomendację do trzymaj.

Plany na rok 2010

Prezes Dom Development poinformował, że w 2010 roku planuje wprowadzić do sprzedaży 2000 mieszkań. Pomimo, że najwięksi gracze rozpoczynają nowe inwestycje, mniejsi gracze wciąż stoją w miejscu. Popyt na mieszkania również rośnie powoli. Prezes liczy na wykorzystanie słabości konkurencji i wzmocnienie pozycji rynkowej, czemu pomóc mają duże zasoby finansowe dewelopera. Część pieniędzy ma zostać przeznaczona na zakup gruntów. W grę wchodzi inwestycja typu joint-venture. Dom Development nie zamierza wchodzić w segment komercyjny.

Dom Development wprowadza do sprzedaży kolejny projekt (202 mieszkania)

Dom Development wprowadził do sprzedaży IV etap Miasteczka Regaty. Mieszkania mają być oddane do użytku w lipcu 2011. Wartość inwestycji to 56 mln PLN. W tym roku deweloper planuje wprowadzić do oferty około 2000 mieszkań. Wprowadzone już zostało 600. Średnia powierzchnia mieszkania to 53,85 m², a średnia cena za m² to 5376 PLN.



GTC (Trzymaj)

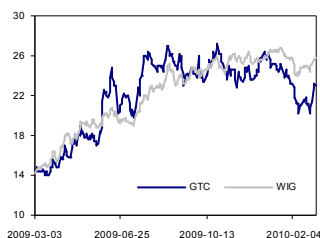
Cena bieżąca: 23 PLN

Cena docelowa: 21,8 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-05

(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)	5 045,6
marża EBITDA	260,3%	-72,2%		81,2%		156,1%		EV (cena bieżąca)	10 117,4
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	8,3			16,3		7,8		Zmiana ceny: 1m	-1,2%
P/CE	8,3			16,2		7,8		Zmiana ceny: 6m	-9,8%
P/BV	0,5	1,3		0,5		0,4		Zmiana ceny: 12m	59,7%
EV/EBITDA	8,1			14,1		9,2		Max (52 tyg.)	27,2
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	14,0



GTC zaprezentował wyniki roczne. Implikowany wynik Q4 2009 był gorszy od naszych prognoz i znacznie gorszy od konsensusu rynkowego. Głównym źródłem różnic jest wyższa niż oczekiwana strata na wycenie nieruchomości inwestycyjnych. W wyniku większej niż zakładaliśmy straty na wycenie, kapitał własny dewelopera jest o 3,4% niższy na koniec roku niż zakładaliśmy, co może być interpretowane jako potencjał spadkowy w odniesieniu do wyznaczonej ceny docelowej (21,8 PLN). Pozytywnie oceniamy szansę na zbycie nieruchomości 1-2 nieruchomości inwestycyjnych. W naszym raporcie szacowaliśmy, że zysk na zbyciu nieruchomości przy założeniu reinwestowania środków może pozwolić na wygenerowanie około 6,8% dodatkowej wartości. W optymistycznym scenariuszu, w przypadku sprzedaży 50% wartości Galerii Mokotów spółce Unibail – Rodamco przy yieldzie = 6,5% i reinwestowania środków, wzrost wartości dewelopera mógłby wynieść około 100 mln PLN, co nie jest jednak wielkością szokującą (2% kapitalizacji). List intencyjny w sprawie budowy centrum handlowego na Wilanowie to dobra wiadomość, jednak jeden projekt przy bardzo dużej skali działalności GTC nie zmienia wiele. Wartość nieruchomości spółki nie będzie zmieniała się szybko, spółka oferuje ograniczony potencjał wzrostowy. Wyższa strata na wycenie nieruchomości nie jest tylko zapisem księgowym, gdyż inwestor nie kupuje GTC dla wyników operacyjnych, lecz dla wartości aktywów i wskaźnika P/BV i P/NAV. W związku ze wzrostem ceny akcji GTC obniżamy rekomendację do trzymaj.

Wyniki Q4 2009

GTC zaprezentował wyniki roczne. Implikowany wynik Q4 2009 był gorszy od naszych prognoz i znacznie gorszy od konsensusu rynkowego. Przychody ze sprzedaży wyniosły 164,4 mln PLN (prognoza: 207,3 mln PLN). Głównym źródłem różnicy są niższe niż zakładane przychody z działalności mieszkaniowej. Mimo to, marża na działalności była lepsza niż oczekiwaliśmy. Wyższe za to okazały się przychody i marże z działalności komercyjnej. Uważamy, że wpływ na to mogło mieć przeszacowanie efektu wakacji czynszowych dla nowych najemców. Przychody w segmencie komercyjnym wyniosły w 2009 roku 129 mln PLN, podczas gdy szacowaliśmy je na 102,7 mln PLN. Nasza kwartalna prognoza na rok 2010 opiewała właśnie na dokładnie 129 mln PLN. EBIT wyniósł 68,6 mln PLN bez rewaluacji (oczekiwaliśmy 64,6 mln PLN), zaś z rewaluacją -508,6 mln PLN (oczekiwaliśmy 357,7 mln PLN). Głównym źródłem różnic jest wyższa niż oczekiwana strata na wycenie nieruchomości inwestycyjnych. Koszty ogólne w Q4 2009 wyniosły 34,1 mln PLN, w porównaniu do oczekiwanych 21,3 mln PLN. Koszty zarządu i sprzedaży były zawsze w GTC wysoce zmienne. Wpływ działalności finansowej netto wyniósł -41,4 mln PLN, w porównaniu do prognozowanych -113,7 mln PLN. Źródłem różnicy było m.in. ujęcie wszystkich różnic kursowych w rachunku zysków i strat, nie zaś w bilansie. Ostatecznie, wynik netto odchylił się od naszych szacunków o 14% (było: -350,5 mln PLN, prognozowaliśmy -307,1 mln PLN). Kapitały własne GTC spadły w Q4 2009 q/q o 3,4%.

Planowane inwestycje i sytuacja na rynku

W 2010 roku GTC planuje zainwestować 200-300 mln EUR. Spółka chciałaby w 2010 roku rozpocząć m.in. biurowiec w Bukareszcie, 4 budynek Platinum BP i centrum handlowe w Burgas. Rynek nieruchomości komercyjnych najgorsze ma już jednak za sobą, z końcem roku powinno dojść do wzrostu stawek czynszów (wzrost popytu, mała podaż powierzchni). Stopy kapitalizacji mają spaść w tym roku o 50 pkt bazowych, do 7%. Nowe obiekty stopniowo pozyskują najemców (Platinum BP budynek 3: obecnie 65% wynajęte, na koniec Q1 ma być wynajęte już 80%).

Spółka rozważa sprzedaż 1-2 nieruchomości

Eli Alroy, przewodniczący rady nadzorczej GTC, poinformował, że sytuacja na rynku powierzchni biurowej i handlowej poprawia się, co powinno co najmniej zatrzymać spadek wartości nieruchomości GTC. Spółka rozważa sprzedaż 1-2 nieruchomości w 2010 roku i



spodziewa się otrzymać oferty cenowe znacznie przewyższające zapisane w księgach „kryzysowe” wyceny obiektów. Aktywa, których sprzedaż jest dopuszczalna, zlokalizowane są głównie w Polsce. Spółka rozważa rozpoczęcie kilku nowych inwestycji w 2010 roku. Eli Alroy podkreśla, że GTC nie zamierza zwiększać aktywności w segmencie mieszkaniowym i ograniczy się do zakończenia już zrealizowanych inwestycji.

List intencyjny w sprawie budowy CH na Wilanowie

GTC i Polnord podpisały list intencyjny w sprawie budowy centrum handlowego na Wilanowie. Ostateczna umowa powinna zostać podpisana w ciągu najbliższych tygodni, po przeprowadzeniu due diligence. Obie spółki obejmą 50% udziałów w SPV, do którego Polnord wniesie działkę. GTC wypłaci Polnordowi kwotę w zamian za udział w projekcie. Obiekt będzie miał około 60 tys. m² powierzchni, ostateczna jego koncepcja (miasteczko handlowe / tradycyjna galeria handlowa) podlega dyskusjom. Polnord odpowiedzialny będzie za budowę obiektu, GTC za komercjalizację. Obiekt po wybudowaniu ma mieć wartość około 250 mln EUR, co implikuje stawkę czynszu około 23 EUR/m² (Galeria Mokotów: 31 EUR/m²). W połowie 2008 Polnord pozyskał innego partnera do realizacji projektu, wspólną inwestycję przekreślił jednak kryzys finansowy.



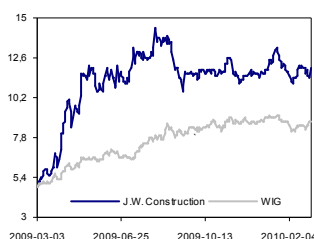
J.W. Construction (Kupuj)

Cena bieżąca: 11,97 PLN Cena docelowa: 14 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-02

(mIn PLN)	2008	2009P	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	721,4	666,4	-7,6%	1 029,9	54,5%	410,3	-60,2%	Liczba akcji (mln)	54,1
EBITDA	158,5	157,4	-0,7%	315,5	100,4%	59,2	-81,2%	MC (cena bieżąca)	647,3
marża EBITDA	22,0%	23,6%		30,6%		14,4%		EV (cena bieżąca)	561,4
EBIT	141,1	136,9	-3,0%	294,5	115,1%	38,2	-87,0%	Free float	33,1%
Zysk netto	100,9	95,7	-5,2%	247,3	158,4%	28,6	-88,4%		
P/E	6,5	6,8		2,6		22,6		Zmiana ceny: 1m	1,4%
P/CE	5,5	5,6		2,4		13,0		Zmiana ceny: 6m	4,5%
P/BV	2,0	1,4		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	123,7%
EV/EBITDA	8,1	5,7		1,8		13,6		Max (52 tyg.)	14,5
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	5,3



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

J.W. rozpoczyna budowę biurowca

J.W. Construction podpisało umowę z własną spółką budowlaną na budowę biurowca przy ul. Badyłarskiej na 16 mln PLN.



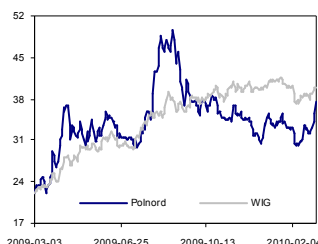
Polnord (Kupuj)

Cena bieżąca: 37,39 PLN Cena docelowa: 46,8 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-15

(mIn PLN)	2008	2009P	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	391,1	207,5	-46,9%	349,4	68,4%	378,8	8,4%	Liczba akcji (mIn)	22,1
EBITDA	108,7	96,1	-11,5%	32,5	-66,1%	108,8	234,3%	MC (cena bieżąca)	826,8
marża EBITDA	27,8%	46,3%		9,3%		28,7%		EV (cena bieżąca)	1 103,6
EBIT	106,7	94,1	-11,8%	30,6	-67,5%	106,8	249,5%	Free float	36,2%
Zysk netto	77,8	59,6	-23,4%	3,9	-93,5%	75,5	1856,9%		
P/E	8,7	13,9		214,2		10,9		Zmiana ceny: 1m	13,3%
P/CE	8,5	13,4		141,4		10,7		Zmiana ceny: 6m	-12,6%
P/BV	0,7	0,8		0,8		0,7		Zmiana ceny: 12m	59,1%
EV/EBITDA	11,6	13,8		33,9		11,1		Max (52 tyg.)	49,5
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	22,2



Przesłanie inwestycyjne w sektorze deweloperskim pozostaje bez zmian. Pozyskane środki z emisji obligacji (120,5 mln PLN: obligacje zamienne, 75 mln PLN: obligacje zwykłe) pozwalają na realizację zaplanowanych projektów, a być może nawet na przekroczenie prognoz. Pozytywnie oceniamy list intencyjny podpisany z GTC w sprawie budowy centrum handlowego na Wilanowie. Jest to najlepszy projekt spółki, którego realizacja może wygenerować nawet 100 mln PLN zdyskontowanego zysku brutto ze sprzedaży (marża: 30-35%; kwota zysku brutto ważona udziałem Polnordu w inwestycji i kosztem kapitału w czasie). Inwestycja będzie wymagała od Polnordu około 90 mln PLN środków własnych. Oczekujemy poprawy wyników sprzedażowych Polnordu wraz z wprowadzeniem kolejnych projektów deweloperskich do oferty. Po wynikach Q4 2009 przedstawimy rewizję prognoz wyników finansowych dewelopera. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

List intencyjny w sprawie budowy CH na Wilanowie

GTC i Polnord podpisały list intencyjny w sprawie budowy centrum handlowego na Wilanowie. Ostateczna umowa powinna zostać podpisana w ciągu najbliższych tygodni, po przeprowadzeniu due diligence. Obie spółki obejmą 50% udziałów w SPV, do którego Polnord wniesie działkę. GTC wypłaci Polnordowi kwotę w zamian za udział w projekcie. Obiekt będzie miał około 60 tys. m² powierzchni, ostateczna jego koncepcja (miasteczko handlowe / tradycyjna galeria handlowa) podlega dyskusjom. Polnord odpowiedzialny będzie za budowę obiektu, GTC za komercjalizację. Obiekt po wybudowaniu ma mieć wartość około 250 mln EUR, co implikuje stawkę czynszu około 23 EUR/m² (Galeria Mokotów: 31 EUR/m²). W połowie 2008 Polnord pozyskał innego partnera do realizacji projektu, wspólną inwestycję przekreślił jednak kryzys finansowy.

Sprzedaż mieszkań w styczniu

Polnord sprzedał w styczniu 51 mieszkań brutto, jednocześnie notując 9 zwrotów. Ostatecznie sprzedaż netto wyniosła 42 lokale. W całym 2009 roku sprzedano 411 mieszkań netto. Zarząd pozytywnie ocenia wyniki sprzedaży, biorąc pod uwagę, że w styczniu przeważnie sprzedaje się mniej mieszkań niż w pozostałych miesiącach roku. Jeśli tak dalej pójdzie, plany sprzedania 800 mieszkań w 2010 roku mogą być przekroczone.

Handel



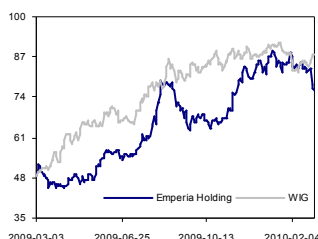
Emperia Holding (Trzymaj)

Cena bieżąca: 75,9 PLN Cena docelowa: 70,3 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-04

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	5 257,1	5 543,7	5,5%	6 046,3	9,1%	6 441,0	6,5%	Liczba akcji (mln)	15,1
EBITDA	148,9	174,2	17,0%	220,5	26,6%	238,6	8,2%	MC (cena bieżąca)	1 147,2
marża EBITDA	2,8%	3,1%		3,6%		3,7%		EV (cena bieżąca)	1 414,6
EBIT	96,0	110,7	15,3%	142,2	28,5%	150,1	5,6%	Free float	71,0%
Zysk netto	59,0	68,2	15,7%	102,4	50,1%	109,3	6,8%		
P/E	19,5	16,8		11,2		10,5		Zmiana ceny: 1m	-14,2%
P/CE	10,3	8,7		6,3		5,8		Zmiana ceny: 6m	7,1%
P/BV	1,5	1,4		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	46,7%
EV/EBITDA	9,5	8,4		6,4		5,9		Max (52 tyg.)	88,8
Dyield (%)	1,2	2,2		3,2		3,6		Min (52 tyg.)	44,8



Wyniki Emperii za 4Q rozczarowały rynek, a dodatkowo do pogorszenia sentymentu przyczyniły się zapowiedzi Zarządu dotyczące wzrostu wydatków inwestycyjnych w tym roku. Spółka poinformowała ponadto, że ze względu na ciężką zimę sprzedaż w pierwszych miesiącach 1Q'2010 również odbiegała od oczekiwań. W najbliższym czasie dokonamy rewizji naszych prognoz i wyceny akcji Emperii.

Wyniki 4Q poniżej oczekiwań - ujemne saldo na pozostałej działalności

W 4Q'09 Emperia wypracowała przychody zbliżone do naszych oczekiwań, co oznacza że dynamika w ujęciu r/r wyniosła na tym poziomie 10,8%. Spółka osiągnęła 16,3% marży brutto na sprzedaży, czyli wyższą w relacji do 3Q (15,8%) oraz zbliżoną do 2Q (16,5%) i jest to zgodne z deklarowaną polityką księgowania bonusów od dostawców. Wynik operacyjny odbiega jednak od naszych prognoz oraz założeń konsensusu, odpowiednio o 9% i 15%. Negatywne odchylenie to efekt wzrostu kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu w relacji do przychodów (14,4% vs. 13,8% w 3Q'09 i 13,3% w 4Q'08) oraz ujemnego salda na pozostałej działalności operacyjnej (-3,3 mln PLN). Saldo na działalności finansowej wyniosło -3,9 mln PLN i było zbliżone do naszych szacunków na poziomie -3,6 mln PLN. Nieco wyższa niż zakładaliśmy efektywna stopa podatkowa (20,6% vs. 17,1%) ostatecznie wpłynęła jednak na zwiększenie odchylenia od naszej prognozy na poziomie netto do -16%. W ujęciu segmentowym warto odnotować wyższą niż oczekiwaliśmy rentowność segmentu detalicznego (marża EBITDA 3,4% vs. oczekiwane 2,3% oraz 2,8% w 3Q'09), przy jednocześnie gorszym rezultacie na działalności hurtowej (spadek marży EBITDA do 1,9% vs. oczekiwane 2,7% i 2,7% w 3Q'09- prawdopodobnie w części jest to efekt wspomnianego ujemnego salda na pozostałej działalności). Dług netto Emperii na koniec roku wyniósł 320 mln PLN, co oznacza wzrost q/q o 16 mln PLN, który wynika przede wszystkim z wydatków inwestycyjnych na poziomie 33 mln PLN i ujemnego wpływu zmian w kapitale obrotowym (-10 mln PLN z uwagi na zwiększenie zapasów, mimo obniżenia poziomu należności).



Eurocash (Trzymaj)

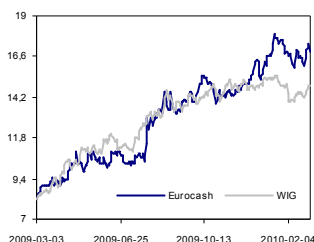
Cena bieżąca: 16,9 PLN

Cena docelowa: 9,9 PLN

Analitik: Kamil Kliszc

Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-06

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	6 129,7	6 698,3	9,3%	7 877,6	17,6%	8 293,5	5,3%	Liczba akcji (mln)	130,4
EBITDA	158,4	194,5	22,8%	205,5	5,7%	226,3	10,1%	MC (cena bieżąca)	2 204,5
marża EBITDA	2,6%	2,9%		2,6%		2,7%		EV (cena bieżąca)	1 971,1
EBIT	115,5	145,2	25,7%	142,1	-2,1%	160,3	12,8%	Free float	30,0%
Zysk netto	78,5	102,5	30,6%	117,2	14,3%	135,7	15,8%		
P/E	28,1	21,5		18,8		16,2		Zmiana ceny: 1m	0,0%
P/CE	18,2	14,5		12,2		10,9		Zmiana ceny: 6m	25,2%
P/BV	7,8	6,0		5,0		4,2		Zmiana ceny: 12m	96,5%
EV/EBITDA	13,4	10,5		9,6		8,3		Max (52 tyg.)	17,9
Dyid (%)	0,5	1,8		2,4		2,7		Min (52 tyg.)	8,6



Bardzo dobre wyniki kwartalne opublikowane przez Eurocash przyczyniły się do utrzymania pozytywnych tendencji w kursie akcji, aczkolwiek obecna wycena, nawet w kontekście wysokich generowanych przepływów pieniężnych, wydaje się już bardzo wymagająca. W najbliższym czasie opublikujemy aktualizację prognoz i rekomendacji.

W 4Q'09 marże powyżej oczekiwań, w szczególności w Delikatesach Centrum

Wyniki Eurocash za 4Q były nieco niższe niż zakładaliśmy na poziomie przychodów, ale z nawiązką zostało to zrekompensowane wyższymi marżami i strumień EBITDA był wyższy niż zakładaliśmy aż o 18%. W rozbiciu na kanały dystrybucji słabiej pod względem sprzedażowym wypadła spółka KDWT, która zanotowała spadek przychodów do klientów zewnętrznych o 8,9% vs. tylko -4,3% w 3Q'09. Zwiększenie ujemnej dynamiki było spowodowane niższym wzrostem w kategorii produktów żywnościowych, gdyż spadek wolumenowej sprzedaży papierosów utrzymał się na poziomie -16%. W pozostałych kanałach dynamiki były dodatnie i wynosiły odpowiednio: cash&carry +19% vs. +16% w 3Q'09 (przy wzroście liczby hurtowni o 4 placówki do 117), Delikatesy Centrum +19,8% vs. +27,8% w 3Q'09 (przy wzroście liczby placówek o 27 do 466), a McLane +2,4% vs. 7,4% w 3Q'09. Dodatkowo Spółka zaksięgowwała grudniowe przychody z przejętej Batny w kwocie 18 mln PLN. Na poziomie rentowności najbardziej zaskoczył segment hurtu tradycyjnego i powiązany z nim segment „inne”, gdzie zaksięgowano aż 11 mln PLN z tytułu rozliczeń franczyzy Delikatesów Centrum (rok temu było to 5 mln PLN, a wzrost to przede wszystkim konsekwencja wzrostu skali rocznych przychodów sieci o 27%). Dodatkowo na poprawę marży q/q wpłynęła tradycyjna sezonowość w księgowaniu bonusów od dostawców. Na poziomie działalności finansowej Eurocash zanotował ujemne saldo w kwocie -13 mln PLN vs. oczekiwane -7,8 mln PLN, a odchylenie było prawdopodobnie związane z wyższymi niż zakładaliśmy kosztami odsetek od zobowiązań handlowych. Ostatecznie zysk netto wyniósł 37 mln PLN i był wyższy od naszych prognoz i konsensusu odpowiednio o 12% i 4%.

Stan bilansu na koniec roku

Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej były w 4Q tylko na minimalnym plusie, co miało związek z ujemnym saldem zmian na kapitale obrotowym. Spółka wyraźnie zwiększyła poziom zapasów i należności, odpowiednio o 67 mln PLN i 46 mln PLN, czego nie była w stanie zneutralizować wydłużeniem cyklu zobowiązań (+53 mln PLN). Przypominamy jednak, że w całym roku saldo na kapitale pracującym wyniosło +18 mln PLN. Poziom gotówki netto w ujęciu q/q spadł tylko nieznacznie (157 mln PLN vs. 168 mln PLN) mimo zrealizowania akwizycji spółki Batna za kwotę netto 32 mln PLN. Było to możliwe dzięki finalizacji zapowiadanej już wcześniej transakcji lease back nieruchomości McLane'a w Błoniach za 39 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:

Action

rekomendacja	Trzymaj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2009-07-03	2009-09-18	2009-12-22
kurs z dnia rekomendacji	13,57	12,60	15,98
WIG w dniu rekomendacji	30252,24	36923,88	39583,42

Dom Development

rekomendacja	Sprzedaj	Zawieszona	Akumuluj	Akumuluj	Kupuj
data wydania	2009-06-15	2009-09-04	2009-09-28	2009-11-05	2010-02-03
kurs z dnia rekomendacji	38,99	42,70	44,59	44,00	41,40
WIG w dniu rekomendacji	32362,67	36009,43	38214,58	38148,50	39904,02

Enea

rekomendacja	Kupuj
data wydania	2010-02-12
kurs z dnia rekomendacji	17,44
WIG w dniu rekomendacji	37322,52

Getin

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

GTC

rekomendacja	Akumuluj
data wydania	2010-02-12
kurs z dnia rekomendacji	20,30
WIG w dniu rekomendacji	37322,52

PGNiG

rekomendacja	Sprzedaj	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2009-08-05	2009-09-03	2009-11-13
kurs z dnia rekomendacji	4,42	3,75	3,73
WIG w dniu rekomendacji	35363,92	35784,36	40229,36

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BRE Bank, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Energoaparatura, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, GTC, 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, Stinks, Sokołów, Sygnity, Techmex, Torfarm, Unibep, WSiP, ZA Puławy.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klimat, 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 niezmiennione 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 duży wpływ zmienności (wahania wrażliwe z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.