5 października 2009

Opracowanie cykliczne

DOM INWESTYCYJNY BRE BANKU S.A.

Rynek akcji

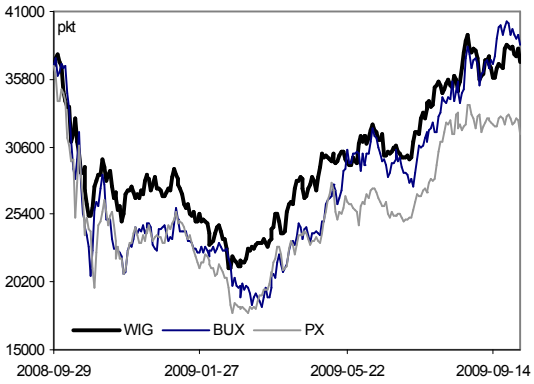
Makroekonomia

Przegląd miesięczny

Październik 2009

WIG	**37 046**
Średnie P/E 2009	13,9
Średnie P/E 2010	14,7
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	1 431 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.jeżewska@dibre.com.pl

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

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

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

Komentarz makroekonomiczny
Makroekonomiści BRE Banku

Rynek akcji

Przed nami sezon wyników za 3Q, który otwierają spółki amerykańskie. Jest duża szansa, że podobnie jak w 2Q, wyniki dadzą rynkowi pozytywny impuls, co będzie przeciwwagą dla nieco słabszych danych makro, które w najbliższych tygodniach mogą dawać inwestorom niejednoznaczne sygnały. Podtrzymujemy opinię, że jeszcze w tym roku WIG20 znajdzie się w przedziale 2500-2700 punktów. W świetle powszechnej opinii o nieuchronnej głębokiej korekcie światowych i warszawskich indeksów, październik powinien pozytywnie zaskoczyć.

Ze spółek

Banki. Indeks WIG Banki wzrósł o 7% od czasu ostatniej miesięcznicy, w której zalecaliśmy pozytywne nastawienie do sektora. Największe wzrosty zanotowały BZ WBK (16%) i ING BSK (18%). Obniżamy nasze nastawienie do sektora do neutralnego. Za najatrakcyjniejszą inwestycję w horyzoncie kwartału uważamy obecnie Millennium, któremu pomóc powinno umocnienie się złotówki oczekiwane do końca roku.

Rafineryjno-gazowy. Za najciekawszą inwestycję z sektora uważamy akcje PKN Orlen. Pozytywną rekomendację utrzymujemy także dla Lotosu, natomiast w przypadku CEZ zalecamy redukowanie pozycji.

Telekomunikacja. Po decyzji UKE o wstrzymaniu procesu podziału funkcjonalnego, w 2H oczekujemy, że TP zacznie redukować koszty, co przełoży się na poprawę wyników vs. 1H'09. Preferujemy akcje TP od akcji Netii.

Informatyczne. Pozytywnie na tle branży nadal widzimy Asseco Poland oraz hurtowych dystrybutorów. Podtrzymujemy rekomendacje trzymaj dla Sygnity i Komputronika.

Budownictwo. Z dużych spółek ogólno-budowlanych preferujemy Mostostal Warszawa, Polimex Mostostal i PBG. Z firm specjalistycznych utrzymujemy pozytywną informację o Rafako i Trakcji Polskiej.

Deweloperzy. Utrzymujemy pozytywną opinię o sektorze sformułowaną w nowym raporcie sektorowym. Potencjał wzrostowy największy jest w przypadku Polnordu i J.W. Construction.

Handel. Przy obecnych wycenach utrzymujemy nasze neutralne zalecenia dla Emperii i Eurocashu. W ujęciu relatywnym ciekawszą inwestycję stanowią naszym zdaniem akcje Emperii.

Rekomendacje. W raporcie miesięcznym podwyższamy rekomendację dla spółek: Millennium (Kupuj), PBG (Akumuluj), oraz obniżamy zalecenie inwestycyjne dla spółek: Budimex (Trzymaj), BZ WBK (Trzymaj), Kredyt Bank (Trzymaj), Pekao (Trzymaj), Ulma Construccion Polska (Redukuj), Unibep (Redukuj).

Dom Inwestycyjny BRE Banku nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się na ostatniej stronie niniejszego raportu.

Spis treści

1. Rynek akcji ... 3
2. Makroekonomia ... 5
3. Aktualne rekomendacje DI BRE ... 8
4. Statystyki rekomendacji ... 9
5. Sektor finansowy ... 10
   5.1. BZ WBK ... 15
   5.2. Getin ... 17
   5.3. Handlowy ... 18
   5.4. ING BSK ... 19
   5.5. Kredyt Bank ... 20
   5.6. Millennium ... 21
   5.7. Pekao ... 22
   5.8. PKO BP ... 23
6. Sektor rafineryjno-gazowy i chemiczny ... 25
   6.1. CEZ ... 26
   6.2. Ciech ... 28
   6.3. Lotos ... 30
   6.4. PGNiG ... 31
   6.5. PKN Orlen ... 33
   6.6. Police ... 35
   6.7. ZA Puławy ... 37
7. Górnictwo węgla ... 38
   7.1 LW Bogdanka ... 38
8. Telekomunikacja ... 39
   8.1. Netia ... 40
   8.2. TP SA ... 41
9. Media ... 43
   9.1. Agora ... 44
   9.2. Cyfrowy Polsat ... 45
   9.3. TVN ... 46
   9.4. WSiP ... 47
10. Sektor IT ... 48
   10.1. AB ... 49
   10.2. Action ... 50
   10.3. Asbis ... 51
   10.4 Asseco Poland ... 52
   10.5 Komputronik ... 53
   10.6 Sygnity ... 54
11. Metale ... 56
   11.1. Kęty ... 56
   11.2. KGHM ... 57
12. Budownictwo ... 58
   12.1. Budimex ... 62
   12.2. Elektrobudowa ... 64
   12.3. Erbud ... 65
   12.4. Mostostal Warszawa ... 66
   12.5. PBG ... 67
   12.6. Polimex Mostostal ... 69
   12.7. Rafako ... 70
   12.8. Trakcja Polska ... 71
   12.9. Ulma Construccion Polska ... 72
   12.10. Unibep ... 73
13. Deweloperzy ... 74
   13.1 Dom Development ... 76
   13.2 J.W. Construction ... 77
   13.3 Polnord ... 78
14. Handel ... 79
   14.1. Emperia Holding ... 79
   14.2. Eurocash ... 79
15. Inne sektory ... 80
   15.1. Mondi ... 81

Rynek akcji

We wrześniu, a właściwie w drugiej połowie miesiąca indeksy na GPW przestały być tak silnie skorelowane z indeksami głównych giełd na świecie jak w poprzednich miesiącach, co naszym zdaniem może tłumaczyć przygotowywanie się inwestorów do objęcia akcji dwóch dużych ofert planowanych na październik (PKO BP – 2,5 mld PLN oraz PGE – 4-5 mld PLN). Przy założeniu, że 40% wartości ofert trafi do inwestorów zagranicznych, krajowe instytucje i inwestorzy indywidualni muszą zakumulować 4,2 mld PLN, co stanowi 1,7% aktywów zgromadzonych w ramach OFE i TFI. Naszym zdaniem, biorąc pod uwagę to, że fundusze od jakiegoś czasu przygotowują się do ofert nie jest to wielkość, która w najbliższym czasie będzie istotnie negatywnie wpływała na rynek. Niekorzystne dla zachowania rynku akcji było również oczekiwanie inwestorów na decyzję ws. ugody Skarbu Państwa z Eureko dotyczącą PZU. Wizja wielomiliardowego odszkodowania ciążyła nad wyceną złotego, co stwarzało dodatkowe ryzyko z punktu widzenia inwestorów zagranicznych. Wymienione czynniki zostały już w dużej mierze zdyskontowane przez rynek, a w świetle powszechnej opinii o nieuchronnej głębokiej korekcie indeksów światowych i na GPW, październik powinien pozytywnie zaskoczyć. Na wzrost awersji do ryzyka w skali globalnej nie wskazuje również zachowanie się rynków surowcowych, które pomimo słabszych w ostatnich tygodniach danych makro nie poddają się większej przecenie. Również zmiany trendu na rynku akcji nie zapowiada zachowanie się USD, który zmierza w kierunku 1,50 do EUR. Słaby USD to utrzymanie konkurencyjności amerykańskiej gospodarki i poprawa salda nierównowagi zewnętrznej a to lepsze wyniki spółek i dobry prognostyk dla zachowania się giełd na rynkach wschodzących (w USD finansowane są zakupy bardziej rentownych aktywów - *carry trade*). Przed nami sezon wyników za 3Q, który otwierają spółki amerykańskie. Jest duża szansa, że podobnie jak w 2Q, wyniki dadzą rynkowi pozytywny impuls (poprawa wolumenów sprzedaży, przy ograniczonych kosztach operacyjnych, związanych m.in. z nadal słabym rynkiem pracy), co będzie przeciwwagą dla nieco słabszych danych makro, które w najbliższych tygodniach mogą dawać niejednoznaczne sygnały. Podtrzymujemy opinię z poprzedniego raportu miesięcznego, że jeszcze w tym roku WIG20 znajdzie się w przedziale 2500-2700 punktów.

Wrzesień przyniósł pierwsze rozczarowania na poziomie danych makro. Dotyczy to przede wszystkim wskaźników wyprzedzających, które po kilkumiesięcznych wzrostach we wrześniu spadły (Indeks zaufania konsumentów - Conference Board, zamówienia w przemyśle) lub nie wzrosły tak jak oczekiwali tego inwestorzy (ISM, PMI Niemcy). Czy to oznacza, że za nami koniec fazy ożywienia gospodarczego, a w ślad za nim koniec wzrostów na rynku akcji? Naszym zdaniem mamy do czynienia tylko z przejściowym osłabieniem tempa wychodzenia z recesji, które spowodowane jest wygasaniem budżetowych programów pomocowych (USA) przewidzianych na ten rok. Nie mamy wątpliwości, że bez tych programów gospodarkę czekałaby głęboka i długotrwała recesja, ale nie mamy też wątpliwości, że rządy nie wycofają pomocy publicznej, a w krytycznych sytuacjach będą ją jeszcze wzmacniały (świadczą o tym wypowiedzi zarówno przedstawicieli rządów jak i banków centralnych). Przypominamy, że w br. w USA rząd przeznaczył na programy ratunkowe 120 mld USD w celu podtrzymania konsumpcji (dopłaty do samochodów, nieruchomości), której załamanie groziło długotrwałą resecją (podobną do tej z lat '30). Wydaje się, że ten cel został osiągnięty. W ocenie kondycji amerykańskiego konsumenta należy pamiętać o strukturze dochodów rozporządzalnych. W kolejnych miesiącach konsument będzie wspomagany przez stabilizującą się sytuację na rynku pracy (wynagrodzenie z tytułu pracy stanowi jednak tylko 45% dochodu rozporządzalnego), ale również rosnące poczucie bezpieczeństwa finansowego (55% dochodu to transfery i kapitał - wyhamowanie spadku cen nieruchomości oraz poprawą sytuacji na rynku kapitałowym). Tak więc pierwsza faza ratowania gospodarki amerykańskiej (konsument) za nami. W roku 2010 nastąpi kolejna odsłona, tj. wzmocnienie inwestycji (przełożenie na rynek pracy przez kreowanie nowych miejsc pracy). Budżetowe programy pomocowe przewidują wydanie w przyszłym roku na ten cel 230 mld USD, a więc więcej niż przewidziane programy ratunkowe na 2009. Obecnie jesteśmy w fazie przejściowej pomiędzy programami, co może prowadzić do sprzecznych sygnałów płynących ze wskaźników wyprzedzających – szczególne dotyczących konsumenta. Również ze strony banków centralnych nie należy spodziewać się podwyżek stóp procentowych jeszcze w perspektywie co najmniej półrocznej. Konsensus dla USA wskazuje, że pierwsze 25 pkt. bazowych FED dołoży dopiero 2H2010.

Jak silnie na zachowania konsumenta wpływa rynek kapitałowy możemy przekonać się na przykładzie …. Polski. Z danych Analizy Online wynika, że na koniec 2Q2009 oszczędności gospodarstw domowych osiągnęły wartość 728,5 mld PLN, co oznacza przyrost o 39,1 mld PLN w stosunku do końca poprzedniego kwartału (+5,7% q/q). Wzrost w dużej mierze był efektem wzrostu cen akcji na GPW (oszczędności zgromadzone w ramach OFE +15,7 mld PLN, środki w TFI + 4,3 mld PLN, akcje na rachunek własny +8,3 mld PLN), chociaż

oszczędności gromadzone na depozytach wzrosły również o 7,2 mld PLN (do 363,1 mld PLN). Lipcowe i sierpniowe dane o sprzedaży detalicznej wykazują ponad 5% dynamikę wzrostu wydatków w ujęciu r/r. Biorąc pod uwagę kondycję konsumenta w Polsce wydaje się, że popyt wewnętrzny może być elementem, który będzie skłaniał makroekonomistów do dalszego podwyższania prognoz PKB Polski na przyszły rok. Jeżeli sprawdzi się taki scenariusz, to spółki zaskoczą dynamiką wyników, poprzez wzrost wolumenów przy ograniczonych kosztach operacyjnych i nadal małej presji płacowej, a z drugiej strony bez konieczności ponoszenia nakładów inwestycyjnych (niskie wykorzystanie obecnych mocy wytwórczych).

Pozytywnym elementem wpływającym na koniunkturę gospodarczą w Polsce (w tym poprzez finansowanie konsumpcji) w przyszłym roku powinny być również działania banku centralnego, który wreszcie zamierza zwiększyć płynność w sektorze bankowym (nota bene inne banki centralne zaczynają rozważać stopniowe wychodzenie z takiej formy pomocy sektorowi). Na rozwiązania proponowane przez NBP będą składać się: kredyt dyskontowy, wydłużenie operacji repo do 12 miesięcy oraz zakup przez Bank Centralny w operacjach otwartego rynku obligacji emitowanych przez banki. Ponadto KNF zapowiedział, że zgodzi się na zaliczanie długoterminowych obligacji banków do funduszy własnych.

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

Makroekonomia

Inflacja nadal rośnie

W sierpniu roczny wskaźnik inflacji wzrósł do 3,7% z 3,6% zanotowanych w lipcu. Wynik był zgodny z wcześniejszą prognozą MinFinu. Przechodząc do perspektyw na najbliższe miesiące oceniamy, że inflacja nadal będzie utrzymywać się na podwyższonych poziomach; we wrześniu możliwy nieznaczny spadek wskaźnika rocznego, na koniec roku inflacja prawdopodobnie ukształtuje się w przedziale 3,5-4,0% (podkreślamy dużą wrażliwość odczytów względem cen żywności i paliw). Do spadku wskaźnika rocznego może dojść w II kw. 2009 roku, kiedy to uwidocznią się silne efekty związane z wysoką bazą z roku 2009. Podkreślamy jednak, że istnieje ryzyko wystąpienia masywnych podwyżek cen kontrolowanych (ze względu na napiętą sytuację budżetową samorządów) również w roku przyszłym. W sierpniu inflacja bazowa po wyłączeniu cen energii i żywności utrzymała się na poziomie 2,9% r/r. Lekki wzrost zanotowano w przypadku rocznego wskaźnika inflacji liczonego jako 15% średnia odcięta (z 3,6 do 3,7%) i wskaźnika po wyłączeniu cen kontrolowanych (wzrost z 2,9 do 3,1% r/r). Inflacja po wyłączeniu cen najbardziej zmiennych obniżyła się do 3,9% z 4,0% zanotowanych w lipcu. Należy podkreślić, że wszystkie wskaźniki inflacji bazowej znajdują się na zbyt wysokim poziomie zważywszy na fazę cyklu koniunkturalnego (wczesne ożywienie), co z kolei rodzi niebezpieczeństwo utrwalenia podwyższonych oczekiwań inflacyjnych i wydłużenia okresu wyższej inflacji.

Dane nie zmieniają naszego postrzegania polskiej polityki monetarnej. Inflacja jest zbyt wysoka jak na fazę cyklu koniunkturalnego; dużą uporczywością charakteryzuje się inflacja bazowa. Potencjalnie proinflacyjnym czynnikiem wydaje się przyszłoroczna ekspansja fiskalna (nie tylko w kategoriach podwojonego deficytu budżetowego, lecz także jako stosunek wydatków do PKB). Stopa bazowa NBP pozostanie więc na poziomie 3,5% do końca kadencji tej Rady. Co więcej, prawdopodobnie w październiku wraz z publikacją nowej projekcji inflacyjnej RPP zmieni swoje nieformalne nastawienie w polityce pieniężnej na neutralne. Wniosek ten potwierdzają także najnowsze komentarze członków RPP. Owsiak uważa, że dane nie stanowią argumentu za łagodzeniem polityki pieniężnej (choć na razie sceptycznie wypowiada się odnośnie zmiany nastawienia). Wasilewska-Trenkner wspomniała nawet o potrzebie zacieśnienia monetarnego w przypadku wystąpienia ożywienia gospodarczego. Jak już wspomnieliśmy, widzimy ryzyko wyższej inflacji niż zakłada (determinowany głównie efektami statystycznej bazy) konsensus prognoz analityków (prawdopodobnie przedział 1,0-1,5% w roku 2010). Ciągle uważamy, że z uwagi na łagodne obejście się spowolnienia z rynkiem pracy, inflacja może zacząć ponownie rosnąć pod koniec 2010 roku. Stąd też skala kolejnego zacieśnienia może być „znaczna" .

Sprzedaż detaliczna

W sierpniu sprzedaż detaliczna wzrosła o 5,2% r/r po 5,7% wzroście zanotowanym w lipcu, co biorąc pod uwagę jeden dzień roboczy więcej skłania do stwierdzenia, że sprzedaż w sierpniu była relatywnie gorsza niż w lipcu, lecz nadal dobra. Odczyt był tylko nieco niższy od konsensusu prognoz. W ujęciu realnym wzrost sprzedaży wyniósł 3,1% r/r wobec 3,6% r/r zanotowanych w lipcu. Po stabilizacji w pierwszych miesiącach roku, dynamika sprzedaży po wyłączeniu żywności i paliw (odzwierciedlająca część popytu gospodarstw domowych najsilniej związanego z cyklem gospodarczym) odnotowała w ostatnich trzech miesiącach znaczne wzrosty (4,5% w czerwcu, 7,7% w lipcu i 6,2% r/r w sierpniu) i na wskaźniku tym powoli krystalizuje się trend wzrostowy. Podtrzymujemy naszą ocenę, że perspektywy dla sprzedaży detalicznej uległy ostatnio znacznej poprawie, a kolejne twarde dane potwierdzają wzrost optymizmu konsumentów. Niewykluczone, że dynamika spożycia indywidualnego osiągnęła dno już w II kwartale tego roku.

Produkcja przemysłowa

W sierpniu zanotowano spadek produkcji o 0,2% r/r wobec 4,4% spadku zanotowanego w lipcu. Po uwzględnieniu efektów sezonowych dynamika roczna produkcji poprawiła się z -5,3% do -3,1% w sierpniu. Ciągle znaczne spadki w ujęciu rocznym notowane są w sekcjach takich jak: produkcja sprzętu transportowego, metali, maszyn i urządzeń. Wzrosty notowane są w przemyśle spożywczym, elektronice i przemyśle papierniczym. Po raz kolejny musimy przyznać, że twarde dane z polskiego przemysłu wskazują jedynie na powolne odwracanie trendu spadkowego. Podkreślamy, że stoi to w dużej sprzeczności z ostatnimi odczytami wskaźników koniunktury, w tym PMI, które sugerowały znaczną poprawę po stronie podażowej gospodarki w lipcu i sierpniu. Bardzo możliwe, że poprawne określenie przyszłego kierunku produkcji sprzedanej przemysłu będzie możliwe dopiero po zakończeniu sezonu wakacyjnego – stąd szczególnie istotna będzie prawdopodobnie publikacja październikowa (dane za wrzesień). Cały czas nie przekreślamy tezy o poprawie sytuacji po stronie podażowej w kolejnych miesiącach. Poprawa ta miałaby być napędzana przez wychodzenie gospodarki niemieckiej z recesji i wzrost popytu na eksport zaopatrzeniowy i kapitałowy z Polski. Coraz więcej wsparcia dawał będzie również odradzający się popyt wewnętrzny. Kolejny raz znaczne

wzrosty zanotowano w produkcji budowlano montażowej (11% r/r). Dane te wskazywać mogą na nieco lepsze perspektywy dla inwestycji (patrz inwestycje infrastrukturalne i te współfinansowane z UE).

Ceny producenta

W sierpniu ceny producentów kontynuowały spadki w ujęciu miesięcznym. 0,2% obniżka cen w ujęciu miesięcznym przełożyła się na wzrost cen w ujęciu rocznym o 2,5% - nieznacznie poniżej konsensusu rynkowego i naszej prognozy (po 2,7% r/r). Ogólny wydźwięk opublikowanych danych przemawia za postępującą dezinflacją – zgodnie zresztą ze wskazaniami wskaźników koniunktury (przedsiębiorstwa nieustannie spodziewają się spadków cen w najbliższej perspektywie). Niewielkie osłabienie złotego obserwowane we wrześniu może przyhamować proces dezinflacji od strony czysto kosztowej (w tym samym kierunku będą oddziaływać ceny czynników produkcji – metali i surowców energetycznych); w średnim terminie proces dezinflacji po podażowej stronie gospodarki powinien być kontynuowany. Mimo wyraźnego odwrócenia trendu na produkcji przemysłowej wykorzystanie mocy wytwórczych plasuje się na niskim poziomie, co w połączeniu z niewielkim wzrostem płac powinno utrzymywać tendencje cenowe na tym etapie łańcucha dystrybucji w ryzach.

Stabilizacja zatrudnienia. Płace rosną 3,0% r/r.

W sierpniu roczna dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw spadła do 3,0% z 3,9% zanotowanych w lipcu. Wynik ten jest godny z konsensusem prognoz. Należy jednak podkreślić, że trend spadkowy na dynamice wynagrodzeń obserwowany w I i II kw. 2009 został znacznie złagodzony. Wpływ na to może mieć ponowny wzrost aktywności ekonomicznej (szczególnie w transporcie i przemyśle, na co wskazują badania koniunktury). W sierpniu dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw utrzymała się na poziomie z lipca, czyli -2,2% w ujęciu rocznym. Warto zauważyć, że ubytek zatrudnienia w ujęciu miesięcznym był najniższy w tym roku i wyniósł zaledwie 3 tys. osób, co śmiało można nazwać stabilizacją. Podtrzymujemy tym samym stwierdzenie, że rynek pracy w bieżącym cyklu okaże się zdecydowanie bardziej odporny niż w poprzednich epizodach spowolnienia (zgodnie ze wskazaniami wskaźników koniunktury). Przyczynia się do tego nie tylko większa elastyczność przedsiębiorstw, które zdecydowały się na szybkie cięcia kosztów (gros spadków zatrudnienia przypada już na pierwsze miesiące, kiedy doszło do nagłego załamania sentymentu), co pozwoliło na utrzymanie odpowiedniej stopy zysku i tym samym zatrzymanie gwałtownych spadków zatrudnienia. Oprócz oddolnych działań przedsiębiorstw niebagatelne znaczenia mają także programy rządowe, które przyczyniły się do zwiększenia elastyczności czasu pracy. W kolejnych miesiącach (wrzesień, październik) spadki zatrudnienia będą wyższe zarówno w ujęciu rocznym (efekt bazy) jak i miesięcznym (zakończenie sezonowych prac w handlu i niektórych w budownictwie). Ożywienie po stronie podażowej (przetwórstwo przemysłowe) pozwoli prawdopodobnie na odwrócenie trendu na zatrudnieniu już pod koniec, bądź na przełomie roku. Tym samym wzrost stopy bezrobocia związany głównie z zablokowaniem kanału znajdowania pracy przez absolwentów (występujący w każdym cyklu z opóźnieniem) nie będzie miał istotnego wpływu na konsumpcję, gdyż większość dotychczasowo zatrudnionych zdoła prawdopodobnie zachować pracę, a status materialny nowych bezrobotnych nie ulegnie zmianie (tylko formalna zmiana „etykietki" z nie pracującego na bezrobotnego). Hipoteza ta potwierdza możliwość, że dynamika konsumpcji osiągnęła w II kwartale najniższe poziomy w cyklu.

Deficyt budżetowy

Wykonanie deficytu sięgnęło w sierpniu 57,5% planu (lub 70% licząc według bardziej optymistycznego wariantu z deficytem na poziomie 22,5 mld PLN). Choć niektóre komentarze sugerują, że minister Rostowski zbyt wcześnie zapowiedział zredukowanie (wcześniej zwiększonego) deficytu budżetowego na bieżący rok, jest to scenariusz prawdopodobny. Głównym orężem na polu zmniejszania deficytu mogą okazać się wpływy z VAT, które z uwagi na stabilizację popytu wewnętrznego mogą przynieść ponadprogramowe dochody (choć z uwagi na możliwość zawyżenia wpływów z tego podatku w miesiącach letnich z weryfikacją tego scenariusza trzeba będzie poczekać do jesieni). Istotnym źródłem dochodów budżetowych pozostają także wpływy z dywidend (kategoria pozostałe dochody).

Rachunek obrotów bieżących

W lipcu saldo na rachunku obrotów bieżących pogorszyło się do -565 mln EUR, wobec poprzedniego odczytu na poziomie +459 mln EUR. Konsensus prognoz analityków wynosił około +200 mln EUR. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami w lipcu zanotowano niższą dynamikę eksportu (-23,9% r/r), co zresztą sygnalizowała już wcześniej dekompozycja produkcji przemysłowej. Dynamika importu uległa jednak pewnej poprawie i wyniosła –29,3% r/r. Saldo handlowe uległo pogorszeniu do -551 z -26 mln EUR. W lipcu zanotowano ponadto pogorszenie salda dochodów do -661 mln EUR, na co wpływ miała prawdopodobnie wypłata dywidend (897 mln EUR). Niskie było również saldo transferów, na co złożyły się mniejsze wpływy z UE (prawdopodobnie efekt zastoju w realizacji projektów unijnych w II kwartale). Saldo zagranicznych inwestycji w Polsce było dodatnie i wyniosło 3.779 mln EUR. O

wysokości tego salda zadecydował w głównej mierze napływ kapitału w dłużne papiery wartościowe wyemitowane za granicą przez Skarb Państwa. Czy lipcowe dane są zwiastunem gwałtownej zmiany trendu na składowych bilansu płatniczego w kolejnych miesiącach? Naszym zdaniem odwrócenie trendu może być stosunkowo łagodne. Poprawie może ulec saldo transferów. Z kolei na trwałe spowolnienie eksportu nie wskazują również dane o koniunkturze w przemyśle. W związku z tym oczekujemy wzrostu produkcji przemysłowej w sierpniu i adekwatnej poprawy dynamiki eksportu. Jednocześnie oczekujemy stabilizacji popytu konsumpcyjnego w III kwartale na poziomach podobnych do tego z II kwartału. Może to wskazywać na stopniowy wzrost dynamiki importu konsumpcyjnego. Również mocniejszy złoty może oddziaływać w tą stronę. Specyfika ożywienia gosp. w II połowie roku – wzrost popytu z Niemiec i większe oddziaływanie globalnego cyklu koniunkturalnego może pobudzić eksport wewnątrzkorporacyjny, który jest bardziej importochłonny.

Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
AB	Kupuj	15,13	2009-08-06
ACTION	Kupuj	14,59	2009-09-18
AGORA	Akumuluj	24,10	2009-09-04
ASBIS	Kupuj	3,45	2009-08-14
ASSECO POLAND	Kupuj	72,60	2009-09-02
BUDIMEX	Trzymaj	78,80	2009-10-05
BZWBK	Trzymaj	152,10	2009-10-05
CEZ	Redukuj	140,60	2009-08-18
CIECH	Trzymaj	31,80	2009-08-05
CYFROWY POLSAT	Trzymaj	14,55	2009-05-29
DOM DEVELOPMENT	Akumuluj	49,80	2009-09-28
ELEKTROBUDOWA	Trzymaj	170,80	2009-08-14
EMPERIA HOLDING	Trzymaj	70,30	2009-09-04
ERBUD	Trzymaj	49,30	2009-09-04
EUROCASH	Trzymaj	9,90	2009-05-06
GETIN	Trzymaj	9,32	2009-10-05
HANDLOWY	Redukuj	59,50	2009-08-24
ING BSK	Akumuluj	663,60	2009-08-24
J.W. CONSTRUCTION	Kupuj	13,60	2009-09-28
KĘTY	Kupuj	109,40	2008-08-04
KGHM	Redukuj	73,00	2009-08-14
KOMPUTRONIK	Trzymaj	10,48	2009-05-29
KREDYT BANK	Trzymaj	11,76	2009-10-05
LOTOS	Akumuluj	25,80	2009-09-22
LW BOGDANKA	Trzymaj	68,00	2009-09-03
MILLENNIUM	Kupuj	5,30	2009-10-05
MONDI	Trzymaj	56,00	2009-09-03
MOSTOSTAL WARSZAWA	Akumuluj	84,70	2009-09-09
NETIA	Trzymaj	4,10	2009-08-06
PBG	Akumuluj	224,40	2009-10-05
PEKAO	Trzymaj	154,40	2009-10-05
PGNiG	Trzymaj	3,67	2009-09-03
PKN ORLEN	Kupuj	38,20	2009-09-16
PKO BP	Trzymaj	32,00	2009-08-24
POLICE	Trzymaj	5,90	2009-09-04
POLIMEX MOSTOSTAL	Akumuluj	4,40	2009-09-04
POLNORD	Kupuj	45,00	2009-09-28
RAFAKO	Kupuj	11,60	2009-09-25
SYGNITY	Trzymaj	15,50	2009-10-02
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Kupuj	19,40	2009-07-31
TRAKCJA POLSKA	Kupuj	4,80	2009-08-14
TVN	Akumuluj	16,00	2009-09-04
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	Redukuj	58,80	2009-10-05
UNIBEP	Redukuj	6,10	2009-10-05
WSiP	Trzymaj	17,20	2009-09-03
ZA PUŁAWY	Trzymaj	82,70	2009-05-28

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
ACTION	Kupuj	Trzymaj	14,59	2009-09-18
BUDIMEX	Akumuluj	Akumuluj	78,80	2009-09-09
DOM DEVELOPMENT	Akumuluj	Zawieszona	49,80	2009-09-28
GETIN	Trzymaj		9,32	2009-10-05
J.W. CONSTRUCTION	Kupuj	Zawieszona	13,60	2009-09-28
LOTOS	Akumuluj	Akumuluj	25,80	2009-09-22
MOSTOSTAL WARSZAWA	Akumuluj	Akumuluj	84,70	2009-09-09
PKN ORLEN	Kupuj	Kupuj	38,20	2009-09-16
POLNORD	Kupuj	Zawieszona	45,00	2009-09-28
RAFAKO	Kupuj	Kupuj	11,60	2009-09-25
SYGNITY	Trzymaj	Zawieszona	15,50	2009-10-02

Zamiany rekomendacji w Przeglądzie Miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
BUDIMEX	Trzymaj	Akumuluj	78,80	2009-10-05
BZWBK	Trzymaj	Kupuj	152,10	2009-10-05
KREDYT BANK	Trzymaj	Kupuj	11,76	2009-10-05
MILLENNIUM	Kupuj	Trzymaj	5,30	2009-10-05
PBG	Akumuluj	Trzymaj	224,40	2009-10-05
PEKAO	Trzymaj	Akumuluj	154,40	2009-10-05
ULMA CONSTRUCCION PL	Redukuj	Trzymaj	58,80	2009-10-05
UNIBEP	Redukuj	Akumuluj	6,10	2009-10-05

Statystyka rekomendacji

	Wszystkie					Dla emitentów związanych z DI BRE Bankiem S.A.				
Statystyka	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
liczba	0	4	22	8	12	0	1	10	3	2
procent	0,0%	8,7%	47,8%	17,4%	26,1%	0,0%	6,3%	62,5%	18,8%	12,5%

Sektor finansowy

Podaż pieniądza M3

Podaż pieniądza obniżyła się w sierpniu o 3,2 mld PLN m/m. Tempo przyrostu zwolniło się do 3% YTD (3,5% YTD na koniec lipca 2009). Jednocześnie tempo wzrostu rocznego spadło do 9% z 11% miesiąc wcześniej. Depozyty spadły o 2,4 mld PLN m/m (tempo wzrostu spowolniło do 3,3% YTD). Motorem spadków były, podobnie jak w lipcu depozyty przedsiębiorstw (-2,5 mld PLN m/m, -4,6% YTD). Po raz pierwszy w tym roku obniżył się również portfel depozytów gospodarstw domowych (-0,46 mld PLN m/m, jednocześnie wzrost 10% YTD). Pozostałe instytucje budujące portfel depozytów zanotowały wzrost, w tym: niemonetarne instytucje finansowe (+1,14 mld PLN), instytucje niekomercyjne działające na rzecz gospodarstw domowych (+0,26 mld PLN), przy środkach FUS niższych o 0,9 mld PLN m/m. Negatywnie na podaż pieniądza wpłynęło również obniżenie poziomu gotówki w obiegu (-0,55 mld PLN m/m). Po stronie kredytów w dalszym ciągu widzimy ograniczanie portfela kredytów dla przedsiębiorstw (-1,3 mld PLNm/m/ i już -1,3% YTD). Portfel kredytów dla gospodarstw domowych zwiększył się o 3,4 mld PLN w ciągu miesiąca, a YTD portfel wzrósł o 7%. Ogółem należności wzrosły o 4% YTD i 3,9 mld PLN m/m. Spośród pozostałych segmentów istotnie zwiększył się portfel kredytów dla niemonetarnych instytucji finansowych (+1,1 mld PLN m/m, +2% YTD) oraz dla samorządów (+0,66 mld PLN m/m i 8,5% YTD). Relacja kredyty/depozyty znalazła się na poziomie 115% (114% w lipcu). Materializuje się nasz scenariusz dla wolumenów w sektorze w 2009 roku. Oczekujemy wzrostu portfela depozytów o 5,8% w 2009 roku, przy depozytach gospodarstw domowych wyższych o 12,7% R/R, a przedsiębiorstw niższych o 7% R/R. Na razie portfel depozytów rośnie 11% R/R, dlatego lepiej zmiany wolumenów obrazują obecnie dynamiki YTD. Uważamy, że tempo wzrostu R/R będzie coraz niższe (m.in. efekt bazy). Jednocześnie oczekujemy wzrostu portfela kredytów o 4,5% R/R, przy kredytach dla gospodarstw domowych rosnących o 9% R/R, a dla przedsiębiorstw niższych o 6% R/R. W kolejnych miesiącach ważnym elementem będzie portfel depozytów, szczególnie zachowanie się gospodarstw domowych. Oczekiwaliśmy mniejszych przyrostów depozytów detalicznych w 2H09 w relacji do 1H09, ale kontynuacja stagnacji w tym zakresie może doprowadzić do lekkiego odchylenia od naszych oczekiwań (prognozujemy wzrost depozytów o 13% R/R, obecnie mamy +10% YTD). Uważamy, że depozyty przedsiębiorstw będą spadać do przełomu trzeciego i czwartego kwartału br. Oczekujemy jednak ich stabilizacji w końcówce roku (przejściowo tempo spadku tej pozycji może być nawet większe od naszych prognoz na cały 2009 rok, czyli -7% R/R). W sierpniu kusy walut były stabilne m/m (umocnienie względem CHF o 0,3%, a względem EUR o 1,4%), zatem nie miały tak dużego przełożenia na wolumeny sektora jak w ubiegłym miesiącu.

Portfel kredytów mieszkaniowych w sektorze

Sierpień był kolejnym miesiącem, w którym wyraźnie wzrosła wartość kredytów mieszkaniowych w złotych. Wartość zadłużenia gospodarstw domowych z tytułu kredytów na nieruchomości sięgnęła 208,5 mld PLN. To o 1,7 mld PLN więcej niż w lipcu. Niemal cała kwota przyrostu przypadła na kredyty złotowe (1,65 mld PLN). Wartość dewizowych należności banków zwiększyła się o niespełna 15 mln PLN. Nadal blisko dwie trzecie tego zadłużenia przypada na kredyty walutowe. W sierpniu PLN umocnił się względem CHF tylko o 0,3%, zatem skala rewaluacji portfela kredytów walutowych była niewielka i sięgnęła niespełna 0,5 mld PLN (wg naszych szacunków). Przyrosty portfela kredytów w PLN m/m na poziomie 1,6 mld PLN wskazują na utrzymanie się podaży kredytów hipotecznych na poziomach z czerwca i lipca tego roku, czyli sprzedaży przekraczającej naszym zdaniem 3 mld PLN.

Należności nieregularne w sektorze

Wskaźnik NPL/kredyty brutto sięgnął na koniec sierpnia 6,8% (wzrost z 6,6% w lipcu). Drugi miesiąc z rzędu mamy do czynienia z szybszym przyrostem należności nieregularnych w gospodarstwach domowych w porównaniu do przyrostu w obszarze przedsiębiorstw. Należności nieregularne gospodarstw domowych zwiększyły się o 1 mld PLN, a wskaźnik wzrósł do poziomu 4,7% (4,5% w lipcu). Z kolei w przedsiębiorstwach mieliśmy przyrost rzędu niespełna 800 mln PLN, po spadku o 192 mln PLN w lipcu br.. Wskaźnik NPL/kredyty brutto w przedsiębiorstwach wzrósł do 10,6% (10,2% w lipcu). Średni miesięczny przyrost w obszarze przedsiębiorstw w 1H09 wynosił 1,6 mld PLN. Szybsze przyrosty wskaźnika w obszarze przedsiębiorstw niż gospodarstwach domowych wynikają z efektu bazy (w gospodarstwach domowych portfel kredytów brutto jest znacznie większy i nadal obserwujemy jego wzrosty). Pozytywnie postrzegamy spadek miesięcznej kwoty przyrostu należności nieregularnych. Oczekiwaliśmy opóźnionego efektu przyrostu NPL w gospodarstwach domowych w ślad za rosnącym bezrobociem. Uważamy, że NPL będą rosły do końca przyszłego roku, jednak zostało to uwzględnione w naszych prognozach dla sektora.

ZBP prognozuje 43 mld PLN sprzedaży kredytów hipotecznych w 2009 roku

Na początku roku ZBP oczekiwał sprzedaży na poziomie 50 mld PLN. W ubiegłym roku sprzedano 57 mld PLN kredytów hipotecznych. Byłaby to bardzo dobra informacja dla banków.

Obecne marże kredytowe dla kredytów złotówkowych sięgają 2,5 – 3%. Każdy 1 mld PLN produkcji to 25 – 30 mln PLN przychodu ponad koszt pieniądza na rynku międzybankowym. Sprzedaż na poziomie 43 mld PLN o prawie 10 mld PLN przekracza nasze oczekiwania, co dawałoby 250 mln PLN dodatkowych przychodów po koszcie finansowania na rynku międzybankowym (WIBOR 3M). Ze względu na niższe wolumeny w relacji do ubiegłego roku, wzrost kosztów wywołany większym wolumenem nie będzie istotny. Takie oczekiwania wskazują, że w okresie sierpień – grudzień 2009 (5 miesięcy), ZBP oczekuje sprzedaży na poziomie 23 mld PLN (20,2 mld PLN do końca lipca), czyli sprzedaży miesięcznie po około 4,6 mld PLN kredytów hipotecznych. Uważamy to za zbyt optymistyczne założenie. Pozostajemy przy naszej prognozie 30 – 35 mld PLN, a biorąc pod uwagę coraz większy optymizm przedstawicieli sektora, skłaniamy się ku 35 mld PLN.

Bank udzieliły 3,29 mld PLN kredytów mieszkaniowych w lipcu br.

Banki udzieliły w lipcu 15,89 tys. kredytów mieszkaniowych na łączną kwotę 3,29 mld PLN, wynika z szacunków Związku Banków Polskich. Od początku roku wartość udzielonych kredytów mieszkaniowych wyniosła 20,28 mld PLN (99,5 tys. kredytów). W czerwcu banki udzieliły 16,94 tys. kredytów o wartości 3,55 mld PLN. Zdaniem prezesa ZBP, ich prognoza dotycząca wartości udzielonych kredytów mieszkaniowych w całym roku na poziomie 40-43 mld PLN jest do zrealizowania.

ZBP prognozuje wzrost kredytów o 7,5% w 2009

ZBP szacuje, że w 2009 roku akcja kredytowa podmiotów sektora niefinansowego wzrośnie o około 7,5%, a w 2010 nie ma zbyt dużych szans na dwucyfrowe tempo wzrostu portfela. Wg ZBP ostatnio nabiera tempa akcja kredytowa w zakresie kredytów mieszkaniowych, co może zaowocować dwucyfrowym tempem wzrostu portfela kredytów detalicznych. Oczekujemy wzrostu portfela kredytów o 4,5% w 2009 roku i o 4,8% w 2010 roku. Jednocześnie oczekujemy prawie dwucyfrowego tempa wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych w 2009 roku (9,2% R/R). Jednocześnie ważnym czynnikiem wpływającym na tempo wzrostu portfela kredytów jest kurs walutowy. Zakładamy CHF/PLN na poziomie 2,61 i EUR/PLN 4,0 w naszych prognozach. Gdyby przyjąć bieżące kursy walutowe, oczekiwane przez nas wzrosty byłyby wyższe. Zgadzamy się z opinią ZBP, że w przyszłym roku bardzo trudne będzie osiągnięcie dwucyfrowego tempa wzrostu. Barierą będzie ciągle podwyższone ryzyko kredytowe (ograniczona podaż kredytów ze strony banków na skutek ostrożnej wyceny ryzyka) oraz bariera w postaci portfela depozytów (głównego źródła finansowania akcji kredytowej w polskich bankach).

Pengab wzrósł o 0,5 pkt m/m do 23,4 pkt we wrześniu

Wskaźnik koniunktury bankowej Pengab wzrósł we wrześniu o 0,5 pkt m/m do 23,4 pkt. Skumulowany wskaźnik ocen wyniósł we wrześniu 15,2 pkt i był niższy o 0,8 pkt wobec sierpnia, natomiast skumulowany wskaźnik prognoz wzrósł o 1,8 pkt do 31,6 pkt. Uważamy, że powoli zmienia się trend spadkowy w Pengab. Ostatni wzrost cztery miesiące z rzędu obserwowaliśmy w okresie marzec – czerwiec 2005. Wcześniej czteromiesięczny wzrost obserwowaliśmy w okresie czerwiec – wrzesień 2003. Uważamy, że w końcówce roku będziemy już obserwować rosnący Pengab R/R, co wynika m.in. z niskiej bazy (gwałtowny spadek indeksu po upadku LB) oraz poprawiającego się otoczenia. Na razie porównania R/R wskazują na duże spadki, gdyż rok temu, we wrześniu indeks sięgnął 39,7 pkt. Wrzesień zazwyczaj charakteryzuje wzrost Pengab, po czym w październiku i listopadzie odczyty są nieco niższe (nawet przy dobrej koniunkturze). O ile na rynku nie wystąpią nieoczekiwane zawirowania w przyszłym roku Pengab powinien dalej rosnąć.

Kończy się wojna depozytowa?

We wrześniu oprocentowanie depozytów obniżył PKO BP. Oprocentowanie lokaty trzymiesięcznej o stałej stopie spadło z 4,5% do 4%, a półrocznej z 4,55% do 4,04%. W ostatnich tygodniach na obniżkę odsetek od lokat zdecydowała się większość banków. Średnie oprocentowanie lokat trzymiesięcznych spadło poniżej 5,5%, a najwyższe oferowane stawki wynoszą już ok. 6%. Jest to zgodne z naszymi oczekiwaniami (szerzej o tym pisaliśmy w raporcie z 24 sierpnia br.). Na strona PKO BP oprócz informacji o nowych stawkach lokat terminowych (które w dalszym ciągu oscylują wokół WIBOR-u, co jest znacznie powyżej ofert banków sprzed wojny depozytowej) są informacje o koncie oszczędnościowym PKO BP. Obecne stawki to 3,75% dla kwot do 20 tys. PLN, 4% dla przedziału 20 – 50 tys. PLN i 4,5% dla wyższych. Jednak bank zaznacza, że od 2 listopada 2009 wprowadzi nowe stawki.

NBP w walce o akcję kredytową

NBP zamierza wspomóc banki komercyjne poprzez zaoferowanie im nowych i modyfikację dotychczasowych rozwiązań dotyczących płynności – zapowiedział na Forum Ekonomicznym w Krynicy prezes NBP Sławomir Skrzypek. Celem jest zapewnienie bankom nowych źródeł finansowania, dzięki czemu banki będą mogły zwiększać skalę kredytowania gospodarki. W grę wchodzi m.in. dostęp do operacji repo na 12 miesięcy (mają być dostępne od listopada br.), kredyt dyskontowy (nowy instrument NBP pozwalający przedsiębiorcy wystawienie weksla na

bank, który ten będzie mógł dyskontować w NBP, ma być dostępny od 2010 roku). NBP chce również wesprzeć kapitały polskich banków. Zapowiedział kupno obligacji emitowanych przez banki (również od 2010 roku). KNF uchwałą kapitałową zamierza wprowadzić możliwość zaliczania obligacji długoterminowych na poczet kapitałów. Jedna z serii dobrych informacji dla sektora bankowego ze strony regulatorów i nadzorców. Zwiększa to horyzont działania banków. W momencie spadku wyceny ryzyka kredytowego, daje szanse na szybszy wzrost portfela kredytów.

BIK udostępnił w VIII '09 1,33 mln raportów (+10,9 proc. R/R)

W pierwszej połowie 2009 roku udostępniono 8,46 mln takich raportów (+15,2% R/R). W lipcu było natomiast 1,48 mln raportów (+6,8% R/R). Patrząc na wolumeny sprzedaży kredytów widać, że banki przeglądają obecnie sytuację swoich klientów. Uważamy, że ma to miejsce szczególnie w przypadku kredytów gotówkowych. Rośnie również liczba składanych wniosków przez jednego kredytobiorcę, który w obawie przed odmowną decyzją, składa papiery w kilku bankach jednocześnie.

Kwota zaległych płatności Polaków sięgnęła 12,06 mld PLN na koniec sierpnia

Według raportu InfoDług (publikowanego prez InfoMonitor BIG) łączna kwota zaległych płatności Polaków wyniosła 12,06 mld PLN na koniec sierpnia, a tylko w ostatnim kwartale wzrosła o ponad 20%. Problemy ze spłatą swoich zobowiązań ma w Polsce 1,47 mln osób. Rok wcześniej kwota zaległych płatności (zaległości przeterminowane co najmniej 60 dni na kwotę min. 200 PLN) sięgała ponad 7 mld PLN, a dwa lata wcześniej 4,9 mld PLN. Liczba osób, które mają problem z terminowym regulowaniem należności wzrosła w ciągu ostatnich trzech miesięcy o ponad 105 tysięcy, czyli o 7,7%. Z kolei wzrost ogólnej kwoty niespłacanego zadłużenia zanotowany w ciągu ostatnich trzech miesięcy jest najwyższy od czasu rozpoczęcia publikacji raportu i wyniósł 2,18 mld PLN (22%). InfoMonitor wzrosty tłumaczy jednak m.in. tym, że samorządy coraz chętniej zgłaszają osoby zalegające z alimentami (tylko w ciągu ostatniego kwartału wzrost o 37 tys. dłużników alimentacyjnych). Ustawa umożliwiająca zgłaszanie tego typu dłużników do BIG weszła w życie w październiku 2008. InfoDług zawiera dane z: InfoMonitor BIG, BIK i ZBP. Uwzględnia dane obejmujące 95% sektora bankowego (BIK S.A. i ZBP), pozabankowy sektor finansowy (SKOK, firmy pożyczkowe, leasingowe etc.), zakłady ubezpieczeń, telekomy, dostawców usług masowych (energia, gaz, woda, tv kablowa, internet), spółdzielnie mieszkaniowe. Dane nie mogą zostać porównane do rezerw w sektorze bankowym ze względu na duży udział płatności np. z tytułu niezapłaconych rachunków.

Alior kupił 1 mld PLN kredytów od HSBC

HSBC sprzedał portfel kredytów ratalnych, gotówkowych i kart kredytowych o wartości 1 mld PLN na rzecz Alior Banku. Do tej pory portfel kredytowy Alior Banku wynosił 1,3 mld PLN. W przejętym portfelu jest 330 tys. klientów, kilkadziesiąt tysięcy kart kredytowych. Przejęci klienci stanowią potencjał do sprzedaży depozytów, kont osobistych. Dzięki temu HSBC uwolnił środki i ludzi zaangażowanych w ich obsługę, a Alior skokowo zwiększył sumę bilansową, liczbę klientów, udział w rynku i obszary działalności. Alior zapłacił gotówką (wartość portfela po wyłączeniu rezerw), ale dokładnej kwoty nie podano. Alior coraz bardziej się rozpycha w polskim sektorze stając się coraz większą konkurencją dla banków komercyjnych.

HSBC – Polska to dla nich kluczowy rynek

Bank do tej pory rozwijał się w Polsce poprzez organiczny wzrost. Kilka miesięcy temu sprzedał swoje ramię consumer finance. Pozostała mu już tylko obsługa zamożnych klientów oraz przedsiębiorstw ze sporymi obrotami zagranicznymi. Obecnie planowana jest przebudowa HSBC Polska. Celem jest stworzenie banku dla klasy średniej i korporacji, z koncentracją na importerach/eksporterach i przedsiębiorstwach krajowych. Bank zamierza również rozwijać działalność na rynku papierów dłużnych. Po odłączeniu consumer finance, HSBC ma obecnie więcej klientów polskiego pochodzenia na wyspach brytyjskich, niż u nas w kraju. Szacuje się, że 15% półmilionowej emigracji zarobkowej posiada rachunki w HSBC. Bank chce pozyskać 150 tys. klientów bankowości indywidualnej w ciągu 5 lat. Zapowiada się jednocześnie, że w ciągu 5 – 7 lat bank ma wejść do pierwszej dziesiątki banków w Polsce. Naszym zdaniem cel znalezienia się w pierwszej dziesiątce może zostać osiągnięty tylko poprzez przejęcie. Kilka kwartałów temu HSBC zapowiedział przejęcia, na kluczowych wg nich rynkach na świecie. Skoro Polska została zidentyfikowana jako obszar kluczowy, to obok rozwoju organicznego, bank może się rozglądać za kupnem banku.

W 1H09 EBI w Polsce podpisał kredyty na sumę 2,6 mld EUR

W kwietniu 2009 wiceprezes EBI Marta Gajęcka poinformowała, że EBI spodziewa się, że w 2009 roku bank zainwestuje w Polsce 5-6 mld EUR. Pozytywna informacja dla banków, jednak o niewielkim znaczeniu w skali sektora.

S&P – rezerwy kredytowe w polskich bankach

Polskie banki muszą stawić czoła rosnącym rezerwom kredytowym, ale mają wsparcie w postaci wysokiej bazy depozytowej i otrzymują pomoc kapitałową od swoich zagranicznych

właścicieli, wynika z raportu Standard&Poor's pt. "Poziom ryzyka w sektorze bankowym: Polska". W ujęciu globalnym S&P ocenia ryzyko w polskim sektorze bankowym jako średnie, jednocześnie wskazując, że ryzyko na tle innych krajów Europy Centralnej i Wschodniej jest niskie. Jednocześnie jest ono wysokie w relacji do krajów Europy Zachodniej. S&P w raporcie głównie opiera się na ocenie ostatnich kilku kwartałów, gdy po zahamowaniu tempa wzrostu gospodarki zaczęły rosnąć należności nieregularne. Uważamy, że trend ten utrzyma się jeszcze w przyszłym roku (opóźniony efekt wpływu osłabienia gospodarczego), jednak odpisy z tego tytułu nie zagrożą kapitałom własnym sektora. Nie widzimy obecnie uzasadnienia w danych makroekonomicznych aby podwyższać nasze oczekiwania w stosunku do odpisów na ryzyko kredytowe.

Wartość transakcji kartami w 2Q09 wzrosła Q/Q o 12,6% - NBP

Wartość transakcji z wykorzystaniem kart w 2Q09 wyniosła 83,69 mld PLN, czyli była o 12,6% wyższa Q/Q. Liczba wyemitowanych kart płatniczych na koniec 2Q09 wyniosła 31,75 mln i była o 2,1% wyższa niż kwartał wcześniej i o 12,6% większa niż rok wcześniej. Do systemu VISA należy 66,3% wydanych w Polsce kart płatniczych. Wartość transakcji dokonywanych kartami kredytowymi w 2Q09 wyniosła 7,26 mld PLN (w 1Q09 6,8 mld PLN, w 2Q08 6,65 mld PLN). Liczba transakcji kartami wzrosła w 2Q09 do 352,8 mln z 317,6 mln w 1Q09 (+11% Q/Q). Na koniec czerwca w Polsce było 14548 bankomatów (+374 sztuk Q/Q). Aktywność klientów została już uwzględniona w wynikach banków za 2Q09. 1Q09 był słabszy nie tylko pod względem aktywności klientów, widoczne były również niższe wolumeny sprzedaży np. kredytów hipotecznych.

Z bankowości on-line aktywnie korzystało 7,7 mln klientów na koniec 2Q09

Liczba aktywnych klientów bankowości elektronicznej wyniosła 7,7 milionów na koniec czerwca, a w I półroczu wzrosła o 450 tys. osób, poinformował ZBP. Według szacunków ZBP liczba osób korzystających z dostępu do rachunku on-line wzrośnie do końca roku do 8 milionów. Z bankowości on-line na koniec czerwca korzystało aktywnie ponad 930 tys. małych i średnich przedsiębiorstw oraz ponad 109 tys. dużych firm. Pozytywna informacja dla banków, lecz bez większego przełożenia na bieżące wyniki. Pozwala w dłuższym terminie ograniczyć wydatki w związku z automatyzacją obsługi klienta.

Wydatki na reklamę

Na promocję produktów i własnej marki w mediach – w telewizji, prasie, radiu, kinach i na billboardach – banki wydały w tym roku 474,1 mln PLN (prawie -10% R/R), wynika z danych Expert Monitor. W rzeczywistości spadek był jeszcze głębszy, gdyż zestawienie nie uwzględnia rabatów reklamodawców, które wahają się od 40% do 60%. Banki ograniczyły wydatki na niemal wszystkie kategorie produktów, a także kampanie wizerunkowe i budowę marek. Wydatki na promocję kredytów spadły najbardziej (z 240 mln PLN do 151 mln PLN). Jednocześnie aż o 87,4% wzrosły wydatki na reklamę lokat (130,4 mln PLN vs. 69,5 mln PLN rok wcześniej). Najwięcej na promocję przeznaczył PKO BP (54 mln PLN), dalej był Alior Bank (32,7 mln PLN) i Eurobank (31,3 mln PLN). W pierwszej piątce znajduje się również ING BSK (30,7 mln PLN) i BZ WBK (27,6 mln PLN). Ograniczenie wydatków na promocje to jedna z pierwszych oszczędności, po którą sięgnęły banki. Uważamy, że w czwartym kwartale skala wydatków może sezonowo wzrosnąć.

UOKiK chce przejrzystych zasad ustalania spreadów przez banki

UOKiK chce, aby bank prowadziły transparentną i opartą na obiektywnych kryteriach politykę ustalania spreadów walutowych. Urząd liczy na pozytywny wyrok sądu w sprawie Banku Millennium, co pozwoliłoby nakładać kary na inne banki, które dowolnie ustalają wysokość spreadów. W kwietniu do SOKiK trafił pozew przeciw bankowi Millennium. Urząd zakwestionował m.in. klauzulę, zgodnie z którą bank może dobrowolnie kształtować kursy walut w przypadku kredytu indeksowanego walutą obcą, a informację nt. kursu sprzedaży dewiz klient ma uzyskać z tabeli kursów walut obcych banku z dnia spłaty. Urząd przeprowadził kontrolę w 17 bankach oferujących kredyty walutowe, w zakresie ustalania kursów walut. Aktywność UOKiK w zakresie obrony praw konsumentów korzystających z usług bankowych jest duża w ostatnim okresie. W średnim terminie może to ograniczać przychody banków, jednak w naszej opinii w sposób nieistotny. Banki będą transferować opłaty w inne kanały przychodów.

SKOK-i miały stratę w 1H09

Wg danych GUS, SKOK-i miały stratę około 11 mln PLN (30 mln PLN zysku przed rokiem). Strata brutto wyniosła 2,4 mln PLN. Przychody wzrosły do 807 mln PLN (608 mln PLN rok wcześniej), ale jednocześnie koszty zwiększyły się do 809 mln PLN (574 mln PLN rok wcześniej). Liczba członków zwiększyła się z 1,75 mln do 1,95 mln. W 1H09 wzrosła również liczba zakładanych depozytów (zawarto 440 tys. umów na kwotę 7,8 mld PLN). Wartość udzielonych kredytów wzrosła z 5,97 mld PLN do 7,64 mld PLN. W 1H09 członkowie kas zawarli 687 tys. umów pożyczek na kwotę 2,72 mld PLN. W końcu czerwca działały 63 kasy. Liczba placówek wzrosła do 1767, a zatrudnienie wzrosło o 971 osób do 7,9 tys. Wzrost kosztów wg klasyfikacji GUS to m.in. wzrost kosztów odsetkowych. Skala działalności SKOK-

ów nie zagraża wynikom banków, jednak jak pokazują dane, wolumeny sprzedaży są porównywalne ze średniej wielkości bankami.

Banki zaczynają restrukturyzację multikredytobiorców

Do firm windykacyjnych zaczynają trafiać portfele kredytów z przekredytyowanymi klientami detalicznymi. Chodzi o klientów posiadających co najmniej dziesięć kredytów. Osoby te terminowo spłacają zobowiązania, nie figurują często w statystykach BIK jako nieuczciwi dłużnicy, jednak aby spłacić posiadany kredyt, sięgają po kolejną pożyczkę, w kolejnym banku. Wg szacunków M. Karpińskiego (byłego prezesa GE MB), takich osób jest około 80 – 90 tys., ich dług sięga około 6 – 8 mld PLN i rośnie o 1 mld PLN kwartalnie. Uważamy, że jest to zauważalny problem, jednak jego skala nie zagraża bankom. Nawet jeśli przyjmiemy, że całość kredytów jest stracona, to stanowi to 1,5% - 2,0% kredytów gospodarstw domowych (3% - 4% kredytów gospodarstw domowych wyłączając kredyty na nieruchomości). Rozłożenie problemu nie jest jednak równe w sektorze i naszym zdaniem dotyczy klientów banków detalicznych oferujących kredyty gotówkowe klientom „z ulicy", czy też sprzedających je poprzez sieć pośredników. Część zadłużenia uda się również zrestrukturyzować.

Raport NBP „Polska wobec światowego kryzysu gospodarczego"

Rząd, nadzór finansowy i bank centralny powinny być gotowe do wprowadzenia nowych instrumentów wspierających sektor finansowy na wypadek pogłębienia się obecnego kryzysu. Wg raportu KNF powinna przeprowadzić stress testy w celu określenia wrażliwości poszczególnych instytucji bankowych i ocenić ich potrzeby kapitałowe. Jak dotąd żaden bank nie skorzystał z możliwości dokapitalizowania przez Skarb Państwa. Ich zdaniem ważnym krokiem może być przekonanie uczestników rynku, że wykorzystanie przez bank pomocy państwa nie musi powodować negatywnej reakcji rynku. Ich zdaniem ograniczenie negatywnej reakcji może być osiągnięte, jeśli z pomocy skorzystają banki należące do Skarbu Państwa. Sam NBP prowadzi rozmowy z ECB i Centralnym Bankiem Szwajcarii nt. zwiększenia możliwości pozyskiwania finansowania w EUR i CHF. Niedawno Sławomir Skrzypek, prezes NBP, zapowiedział nowe instrumenty, które mają służyć przyśpieszeniu akcji kredytowej. Regulatorzy i nadzorcy powinni być gotowi, ale nie widzimy celu korzystania z pomocy, jeśli rynek oczekuje, że uda się uplasować emisję największego polskiego banku wśród dotychczasowych inwestorów na kwotę 5 mld PLN i potem wypłacać dywidendy. Uważamy, że spośród pokrywanych przez nas banków najbardziej na zawirowania na rynkach finansowych narażone są Kredyt Bank i Bank Millennium. Nie dysponują one nadwyżkami depozytów nad kredytami, mają relatywnie niższe współczynniki wypłacalności w sektorze (choć to poprawiło się istotnie od początku roku), a skala odpisów na złe kredyty w przypadku, których pojawia się zagrożenie jest relatywnie najmniejsza. Rozpatrywane scenariusze są na razie tylko hipotetyczne i jak na razie kondycja banków jest dobra.

Spóźniona pomoc z BGK

Dotychczas spłynęło 11 wniosków na pomoc w kwocie 2 mln PLN, w ramach programu gwarancji i poręczeń dla banków. Trzy z nich rozpatrzono negatywnie. Pozostałe są analizowane. Wnioski odrzucono, gdyż sytuacja firm starających się o gwarancje na to nie pozwalała. Miało być tak pięknie, a wyszło … Banki udzielają kredytów firmom, których zdolność kredytowa nie budzi zastrzeżeń. Biorąc pod uwagę koszt takiej gwarancji mogą zaproponować kredyt o atrakcyjnych warunkach takim klientom. Naszym zdaniem program gwarancji nie będzie miał większego przełożenia na rynek, a akcja kredytowa w bankach odbuduje się wraz z poprawą koniunktury w gospodarce.

BZ WBK (Trzymaj)

Cena bieżąca: 151,1 PLN **Cena docelowa: 152,1 PLN**

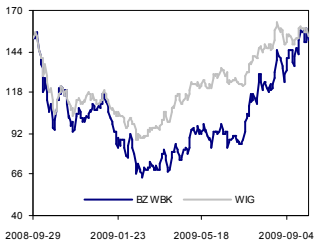
Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-10-05

(mln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana
Wynik odstekowy	1 286,7	1 635,1	27,1%	1 449,4	-11,4%	1 500,4	3,5%
Marża odsetkowa	3,5%	3,3%		2,5%		2,6%	
WNDB	2 940,6	3 190,0	8,5%	3 096,4	-2,9%	3 166,8	2,3%
Wynik operacyjny*	1 395,2	1 575,9	13,0%	1 488,8	-5,5%	1 518,7	2,0%
Zysk brutto	1 391,4	1 211,4	-12,9%	866,5	-28,5%	986,5	13,8%
Zysk netto	954,7	855,4	-10,4%	646,5	-24,4%	730,5	13,0%
ROE	23,0%	18,4%		12,3%		12,2%	
P/E	11,5	12,9		17,1		15,1	
P/BV	2,5	2,2		2,0		1,7	
D/PS	6,0	3,0		0,0		0,0	
Dyield (%)	4,0	2,0		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	73,0
MC (cena bieżąca)	11 024,3
Free float	29,5%
Zmiana ceny: 1m	*16,1%*
Zmiana ceny: 6m	*75,7%*
Zmiana ceny: 12m	*-3,1%*
Max (52 tyg.)	159,0
Min (52 tyg.)	64,5

** przed kosztami rezerw*



Rynek zdyskontował fakt, że scenariusze tworzenia wysokich rezerw w związku z ekspozycją na segment nieruchomości rysowane na początku roku, obecnie wydają się zbyt konserwatywne. Dzięki zdywersyfikowanym źródłom przychodów, wynik operacyjny przed rezerwami ciągle pozostaje mocną stroną banku. Jednocześnie zdywersyfikowane źródła dochodów zapewniają mocny wynik operacyjny w kolejnych kwartałach. W dalszym ciągu bank będzie eksponowany na podwyższone odpisy z tytułu nieregularnych odpisów. Od naszej ostatniej rekomendacji (24 sierpnia) kurs akcji wzrósł o 20%. Akcje wyceniane są obecnie na poziomie 2xBV'09. Przy takiej wycenie, rynek oczekuje ROE na poziomie 18,5%. Obniżamy rekomendację z kupuj do trzymaj. Zalecamy zwiększanie zaangażowania w BZ WBK w przypadku korekty wyceny rynkowej.

Fitch podtrzymał ratingi dla banku

Fitch Ratings podtrzymał ratingi dla BZ WBK: rating podmiotu ("IDR") "BBB+" (potrójne B z plusem), rating krótkoterminowy "F2", rating indywidualny "C", rating wsparcia "3". Perspektywa ratingu podmiotu jest negatywna. Minimalny rating wsparcia został podtrzymany na poziomie "BB" (podwójne B). Wg agencji BZ WBK nie może polegać na wsparciu większościowego akcjonariusza AIB ze względu na niski rating indywidualny AIB. Dlatego rating podmiotu i rating indywidualny BZ WBK oparte są na indywidualnej sile banku. Negatywna perspektywa ratingu uwzględnia mniej korzystne otoczenie działalności bankowej wpływające na spadek rentowności operacyjnej przed kosztami ryzyka, wzrost portfela należności zagrożonych i kosztów ryzyka oraz niższe pokrycie rezerwami należności zagrożonych. Informacje zdyskontowane przez rynek Na rynku 25 września pojawiła się też informacja, że w spotkaniu z analitykiem irlandzkiego brokera AIB przyznał się do planów sprzedaży BZ WBK. Tego samego dnia, ekonomista Bloxham Stockbrokers, stwierdził, że AIB nie rozważał sprzedaży BZ WBK.

Rezerwy w 2H09 w BZ WBK mogą być niższe niż w 1H09

Rezerwy BZWBK w II półroczu 2009 roku mogą być niższe niż w pierwszej połowie tego roku, gdyżwyniosły 283 mln PLN. Dodał, że w 3Q09 poziom rezerw będzie niższy niż średni w pierwszych dwóch kwartałach. Prezes dodał również, że koszty ryzyka sięgną raczej 1,5% lub mniej, a nie 1,5% - 2,0% jak wcześniej zakładano. Jego zdaniem trend rosnących rezerw na niepracujące kredyty utrzyma się również w przyszłym roku. Dodał również, że wynik operacyjny przed rezerwami powinien stanowić solidną podstawę i może przynieść miłą niespodziankę. Prezes już kiedyś w wywiadzie powiedział, że oczekuje niższych rezerw w 2H09 niż w 1H09. Zakładamy, że odpisy w 2H09 sięgną 339 mln PLN, zatem będą wyższe niż w 1H09. W całym 2009 roku zakładamy rezerwy na poziomie 1,8% średniej wartości portfela kredytów netto. W kolejnym roku oczekujemy również wysokich odpisów, na poziomie 1,6% portfela kredytów. Zapowiedzi prezesa odnośnie ryzyka, przy dość optymistycznym nastawieniu wobec wyniku operacyjnego przed rezerwami mogą oznaczać, że wyniki BZ WBK w 2009 roku będą wyższe niż nasze oczekiwania. Przy naszej prognozie 647 mln PLN, P/E'09 wynosi 16,3. Gdyby koszty ryzyka sięgnęły 1,5% portfela kredytów, a bank zrealizował nasz wynik operacyjny przed rezerwami (1,49 mld PLN), to wynik netto sięgnąłby 721 mln PLN (P/E'09 14,6). Dodatkowym pozytywnym czynnikiem może być wynik operacyjny przed rezerwami. Podtrzymujemy pozytywną rekomendację. Pozostaniemy jednak konserwatywni w naszej ocenie ryzyka kredytowego. Uważamy, że koszty ryzyka kredytowego w sektorze w 3Q09 będą niższe niż te w 1H09, jednak obawiamy się o poziom odpisów w 4Q09.

BZ WBK liczy, że 8% sprzedaży kredytów hipotecznych w 2009 będą stanowiły te z dopłatami

BZ WBK zwiększa sprzedaż kredytów hipotecznych, których obecnie sprzedaje blisko tyle, co

rok wcześniej. Liczy, że około 8% tegorocznej sprzedaży kredytów hipotecznych stanowić będą kredyty sprzedawane w ramach programu "Rodzina na swoim". BZ WBK pod koniec sierpnia podpisał umowę z BGK. Kredyty są w ofercie od 20 września. Bank sprzedał 125 mln PLN kredytów hipotecznych w 1Q09 i 336 mln PLN w 2Q09. Podano, że bank w sierpniu sprzedał kredyty hipoteczne za około 190 mln PLN (+8% R/R). Oznacza to lepszą drugą połowę roku pod względem sprzedaży i bardzo stopniowo poprawiającą się marżę kredytową.

UOKiK nałożył na BZ WBK prawie 1,3 mln PLN kary

UOKiK nałożył na BZ WBK 1,3 mln PLN kary za wprowadzanie klientów w błąd w reklamach Konto24 Prestiż. W ulotkach reklamowych i na oficjalnej stronie internetowej BZ WBK sugerowano, że przelewy i zlecenia stale dokonywane przez Internet lub w oddziałach są bezpłatne. UOKiK ustalił jednak, że w danym miesiącu konsument nie płacił za przelewy wykonywane w oddziałach, ale w przypadku przelewów robionych za pośrednictwem internetu bezpłatnych było tylko pierwszych pięć. Niska kara była konsekwencją wycofania się banku z praktyk. Bank analizuje uzasadnienie UOKiK, jak również możliwość odo wlania się od decyzji urzędu.

Getin (Trzymaj)

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

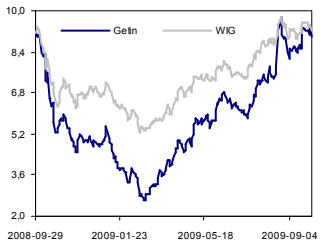
Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-10-05

(mln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana
Wynik odstekowy	561,2	807,6	43,9%	889,8	10,2%	1 136,6	27,7%
Marża odsetkowa	3,6%	3,2%		2,7%		3,1%	
WNDB	626,4	508,5	-18,8%	223,9	-56,0%	447,6	99,9%
Wynik operacyjny*	902,7	1 079,9	19,6%	1 132,5	4,9%	1 176,3	3,9%
Zysk brutto	802,4	701,0	-12,6%	347,0	-50,5%	629,3	81,4%
Zysk netto	626,4	508,5	-18,8%	223,9	-56,0%	447,6	99,9%
ROE	24,3%	15,2%		6,0%		11,1%	
P/E	10,2	12,6		28,6		14,3	
P/BV	2,1	1,8		1,7		1,5	
D/PS	0,0	0,0		0,0		0,0	
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	710,9
MC (cena bieżąca)	6 398,4
Free float	26,7%
Zmiana ceny: 1m	*7,1%*
Zmiana ceny: 6m	*82,9%*
Zmiana ceny: 12m	*47,3%*
Max (52 tyg.)	9,8
Min (52 tyg.)	2,6

** przed kosztami rezerw*



Wysokie marże kredytowe bieżącej sprzedaży, niższa baza kosztowa (prognozujemy CIR na poziomie 40% w długim terminie, 42,5% w 2011 roku) są motorami budowania ROA w 2011 roku na poziomie 1,9%. Uważamy, że stanie się tak mimo znacznego wzrostu kosztu finansowania na rynku w relacji do poziomów z lat ubiegłych. W przypadku Getin Holding uwzględniamy również fakt, że banki z grupy płacą jedną z najwyższych premii rynkowych za depozyty klientów w sytuacji mocno ograniczonego dostępu do finansowania z innych źródeł. Obok wyższego kosztu depozytów w wynikach uwzględnić należy wyższy profil ryzyka kredytowego jakim charakteryzuje się portfel kredytowy grupy (prognozujemy 3,5% kosztów ryzyka, vs. 1,5% dla innych pokrywanych banków). Akcje Getin Holding wyceniane są obecnie przy P/BV'09 na poziomie 1,7 (P/TCE'09: 2,2). Uważamy, że wycena rynkowa dyskontuje wysokie tempo poprawy wyników w grupie Getin Holding. Wyznaczamy cenę akcji Getin Holding na 9,32 PLN/akcję i zalecamy trzymanie ich w portfelu.

Getin Holding – KNF zatwierdziła memorandum informacyjne

9 września KNF zatwierdziła memorandum informacyjne w związku z planowaną emisją 738,6 mln akcji Noble Banku skierowaną do akcjonariuszy Getin Holding, w celu połączenia Getin Banku. Fuzja jest kwestią tygodni.

Getin Holding – Dom Bank zwiększa sprzedaż kredytów hipotecznych w 3Q09

Należący do Getin Banku DomBank w 3Q09 zwiększa sprzedaż kredytów hipotecznych i liczy, że w 4Q09 będzie ich miesięczne sprzedawał za około 250 mln PLN. Bank musi zwiększyć sprzedaż wolumenów biznesowych, aby wykorzystać drogie finansowanie, które pozyskał na przełomie drugiego i trzeciego kwartału.

Getin Holding – Wartość wniosków kredytowych wysłanych przez Open Finance

Wartość złożonych wniosków o kredyt hipoteczny w Open Finance w miesiącach styczeń-sierpień 2009 roku wzrosła do 6,9 mld PLN (+19% R/R). Podano, że łączna sprzedaż, uwzględniająca także produkty inwestycyjne, wzrosła w tym okresie do 9,4 mld PLN (+49% R/R). W okresie lipiec – sierpień wysyłka sięgnęła nieco ponad 2 mld PLN (w 1Q09 2,2 mld PLN, w 2Q09 2,7 mld PLN). Można zatem oczekiwać, że w całym 3Q09 wysyłka sięgnie około 3 mld PLN. Z informacji pośrednika wynika, że obecnie „zamykalność" wniosków w bankach jest niższa niż w ubiegłym roku (68%), jednak głównie za sprawą początku roku. Sprzedaż produktów inwestycyjnych to głównie praca na rzecz pozyskania depozytów Noble Banku, jednak in plus postrzegamy rosnący udział prowizji za innego rodzaju produkty inwestycyjne w przychodach grupy. Wyniki sprzedażowe są bardzo dobre, jednak nie odbiegają od zapowiedzi zarządu, a skala wzrostu w relacji do poprzedniego kwartału nie jest bardzo duża.

Handlowy (Redukuj)

Cena bieżąca: 63 PLN **Cena docelowa: 59,5 PLN**

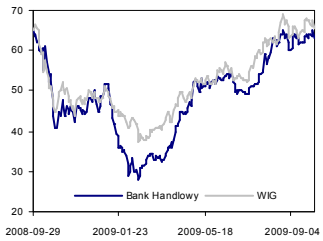
Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-08-24

(mln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana
Wynik odstekowy	1 204,4	1 365,8	13,4%	1 538,1	12,6%	1 493,2	-2,9%
Marża odsetkowa	3,2%	3,4%		3,7%		3,7%	
WNDB	2 447,1	2 312,8	-5,5%	2 390,0	3,3%	2 306,8	-3,5%
Wynik operacyjny*	990,3	909,6	-8,1%	1 006,4	10,6%	893,0	-11,3%
Zysk brutto	1 034,2	759,2	-26,6%	460,5	-39,3%	514,8	11,8%
Zysk netto	824,2	600,4	-27,2%	356,9	-40,6%	411,8	15,4%
ROE	15,0%	10,7%		6,1%		6,8%	
P/E	10,0	13,7		23,1		20,0	
P/BV	1,5	1,5		1,4		1,3	
D/PS	4,1	4,8		0,0		1,9	
Dyield (%)	6,5	7,5		0,0		3,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	130,7
MC (cena bieżąca)	8 231,6
Free float	25,0%
Zmiana ceny: 1m	*4,5%*
Zmiana ceny: 6m	*50,0%*
Zmiana ceny: 12m	*1,6%*
Max (52 tyg.)	65,0
Min (52 tyg.)	28,0

** przed kosztami rezerw*



Tegoroczny zysk netto (prognoza DI BRE Banku na poziomie 357 mln PLN) przekłada się na P/E'09 na poziomie 23 i P/BV'09 na poziomie 1,4. Jednak po uwzględnieniu w kapitale własnym korekty o wartość firmy, wskaźnik P/TCE'09 (tangible equity) wycenla się na 1,8. Uważamy, że bank, przy obecnej bazie kapitałowej jest w stanie wypłacać większość osiąganych zysków w formie dywidendy. Uważamy, że przy współczynniku wypłacalności na poziomie 13,5% (Tier I), cały czas optymalizowanej ekspozycji na aktywa ważone ryzykiem, baza kapitałowa jaką dysponuje bank jest zbyt duża. Zwrot z takiej bazy kapitałowej jaki jest w stanie zrealizować bank został już zdyskontowany. Zakładamy, że w przyszłym roku bank powróci do wypłacania dywidendy (wypłata 70% zysków), jednak przy naszej prognozie daje to 1,4 PLN/akcję i stopę dywidendy brutto na poziomie 3%. Podtrzymujemy rekomendację redukuj.

Bank Handlowy spodziewa się dwucyfrowego ROE w 2010

Bank Handlowy spodziewa się wzrostu wskaźnika zwrotu z kapitału (ROE) w przyszłym roku dzięki zwiększeniu przychodów i cięciom kosztów, powiedział prezes banku Sławomir Sikora w wywiadzie dla agencji Bloomberg. W ocenie prezesa wyniki finansowe polskich banków w drugiej połowie roku powinny być lepsze, niż wypracowane w pierwszych sześciu miesiącach dzięki lepszej kontroli kosztów i zaostrzeniu kryteriów wobec klientów. Jego zdaniem „punkt kulminacyjny kryzysu mamy już za sobą". Powiedział również, że Handlowy może w tym roku powrócić do wypłacania dywidendy, po tym jak zastosował się do zaleceń regulatora, aby zysk za 2008 rok pozostawić w banku w celu wzmocnienia kapitałów. Oczekujemy jednocyfrowego ROE w przyszłym roku (7%). Widzimy pewien potencjał do podniesienia prognoz wyników. Jednocześnie oczekujemy 13% długoterminowego ROE. Zakładamy, że bank będzie w stanie generować dwucyfrowe ROE od 2011 roku. Oczekujemy, że bank powróci do polityki wypłacania dywidendy i wypłaci 70% zysku za 2009 roku. Oznacza to 1,91 PLN/akcję i daje stopę dywidendy brutto na poziomie 3%. We wcześniejszych latach stopa dywidendy w Banku Handlowym była zbliżona do rentowności długu. Wypłata z zysków za 2009 roku nie będzie w stanie wygenerować takiego zwrotu ze względu na znaczny spadek tegorocznych wyników.

Rezygnacja członka zarządu

Pan Peter Rossiter złożył rezygnację z funkcji Wiceprezesa Zarządu banku z dniem 31 października 2009. W Banku Handlowym odpowiedzialny był za zarządzanie ryzykiem od 1 października 2008. Z końcem października zarząd Banku Handlowego będzie funkcjonował w czteroosobowym składzie. Czekamy na ogłoszenie nowych członków zarządu.

ING BSK (Akumuluj)

Cena bieżąca: 615 PLN **Cena docelowa: 663,6 PLN**

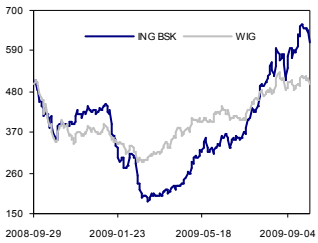
Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-08-24

(mln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana
Wynik odstekow y	1 047,9	1 152,0	9,9%	1 397,2	21,3%	1 425,4	2,0%
Marża odsetkow a	2,1%	1,9%		2,1%		2,1%	
WNDB	2 008,5	2 060,5	2,6%	2 573,9	24,9%	2 607,5	1,3%
Wynik operacyjny*	640,2	580,4	-9,3%	1 101,3	89,7%	1 080,0	-1,9%
Zysk brutto	787,0	563,1	-28,5%	668,2	18,7%	669,2	0,1%
Zysk netto	630,7	445,4	-29,4%	530,4	19,1%	531,2	0,1%
ROE	16,6%	11,1%		11,8%		10,6%	
P/E	12,7	18,0		15,1		15,1	
P/BV	2,1	1,9		1,7		1,5	
D/PS	27,9	11,7		0,0		0,0	
Dyield (%)	4,5	1,9		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	13,0
MC (cena bieżąca)	8 001,2
Free float	18,5%
Zmiana ceny: 1m	*18,3%*
Zmiana ceny: 6m	*175,8%*
Zmiana ceny: 12m	*27,1%*
Max (52 tyg.)	660,0
Min (52 tyg.)	182,1

** przed kosztami rezerw*



Prognozujemy 530 mln PLN zysku netto w 2009 roku. Uważamy, że ING BSK będzie jednym bankiem na rynku, który w 2009 roku poprawi wynik finansowy. Po wyłączeniu straty na obligacjach odnotowanej w 4Q08 spadek wyniku sięgnie 22%, co jest jednym z najmniejszych spadków spośród pokrywanych przez nas banków. Oczekujemy poprawy przychodów (wyłączając odpis na obligacjach z 4Q08, 290 mln PLN) o 9% R/R. Motorem wzrostu będzie wynik odsetkowy, który wzrośnie o 21%. Widzimy mocne argumenty stojące za poprawą marży odsetkowej netto w relacji do wcześniejszych okresów: (i) wyższe w relacji do ostatniego okresu prosperity marże kredytowe, (ii) poprawa struktury aktywów na skutek wzrostu udziału kredytów w aktywach odsetkowych i jednocześnie wzrostu udziału kredytów detalicznych w portfelu kredytów. Realizacja naszych tegorocznych prognoz daje bieżące P/E'09 na poziomie 15,1, co daje najniższy wskaźnik w sektorze. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Kredyty dla JST

ING BSK w 2009 roku podpisał kredyty dla jednostek samorządu terytorialnego za 750 mln PLN i liczy, że do końca roku 90% z nich zostanie uruchomionych. Pozytywna informacja. Bank jest aktywny w pozyskiwaniu nowych kredytów. Obecnie nawet marże dla JST są na wysokich poziomach, a jednocześnie ryzyko postrzegamy jako niewielkie. Jednocześnie ING BSK ma wystarczającą płynność, która pozwala mu zarządzać kosztem finansowania.

Kredyt Bank (Trzymaj)

Cena bieżąca: 11,7 PLN **Cena docelowa: 11,76 PLN**

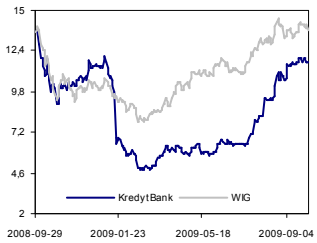
Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-10-05

(mln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana
Wynik odstekowy	871,5	1 059,9	21,6%	1 055,8	-0,4%	1 094,4	3,7%
Marża odsetkowa	3,5%	3,2%		2,7%		2,6%	
WNDB	1 360,2	1 585,9	16,6%	1 536,7	-3,1%	1 571,7	2,3%
Wynik operacyjny*	468,1	531,3	13,5%	570,2	7,3%	603,9	5,9%
Zysk brutto	499,7	421,1	-15,7%	36,8	-91,3%	145,1	294,6%
Zysk netto	388,3	324,9	-16,3%	29,4	-90,9%	116,0	294,6%
ROE	17,9%	13,2%		1,1%		4,2%	
P/E	8,2	9,7		107,6		27,3	
P/BV	1,4	1,2		1,2		1,1	
D/PS	0,4	0,5		0,0		0,0	
Dyield (%)	3,2	4,5		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	271,7
MC (cena bieżąca)	3 164,8
Free float	9,4%
Zmiana ceny: 1m	*10,3%*
Zmiana ceny: 6m	*83,5%*
Zmiana ceny: 12m	*-9,1%*
Max (52 tyg.)	12,9
Min (52 tyg.)	4,8

** przed kosztami rezerw*



Mocny wynik operacyjny w pierwszej połowie roku (+24% R/R), to efekt dużej optymalizacji wydatków jakiej dokonał bank (koszty ogółem spadły 3% R/R). Jednocześnie, mimo spadku marży odsetkowej netto (2,6% vs. rok temu 3,4%) bank notuje wzrost wyniku odsetkowego (+5% R/R) na bazie rosnących aktywów (efekt ekspansji kredytowej zwiększył aktywa o 36% R/R). Niskie przychody prowizyjne pozostają największym potencjałem w banku (marża prowizyjna na aktywach 0,8% vs. średnia ważona dla innych banków 1,6%). Dzięki dobrym wynikom operacyjnym bank zdołał osiągnąć zysk po pierwszym półroczu. Uważamy, że koszty ryzyka pozostaną na podwyższonym poziomie w drugiej połowie 2009 i w 2010 roku, jednak bank zdoła wypracować zyski dzięki potencjałowi do ograniczania wydatków. Ze względu na wzrost wyceny walorów Kredyt Banku o 16% obniżamy naszą rekomendację z kupuj do trzymaj.

Większa skala zwolnień grupowych

Kredyt Bank zdecydował o zwiększeniu o około 450 osób, do 750 pracowników, którzy zostaną w 2009 roku zwolnieni w ramach zwolnień grupowych. W lutym bank zapowiedział redukcję 300 etatów w ramach zwolnień grupowych oraz nieprzedłużanie umów zawartych na czas określony z ok. 200 osobami w spółkach z grupy. Na koniec sierpnia w banku pracowało 5300 osób (5109 etatów). Bank chce istotnie poprawić efektywność działania. Redukcja zatrudnienia to nie jedyny obszar cięć. Prezes powiedział, że na początku przyszłego roku wskaźnik C/I powinien być na poziomie niewiele przekraczającym 60% (64,3% po 2Q09). Bank optymalizuje sieć placówek, jeszcze w tym roku zamknie kilka, a kolejne w przyszłym roku. Oczekujemy, że wskaźnik C/I w 2009 roku sięgnie 64% (stabilizacja względem 1H09), a w 2010 roku sięgnie średnio 62%. Zakładaliśmy, że w 2009 roku w grupie zatrudnienie zostanie ograniczone o 663 osoby, czyli w 2H09 w grupie pracę straci jeszcze 150 osób. W pierwszej połowie 2009 roku w grupie Kredyt Banku zatrudnienie ograniczono o 513 osób. W naszych prognozach uwzględniamy obecnie ograniczenie zatrudnienia w 2010 roku o kolejne 200 osób w grupie. W sumie nasze prognozy zakładają zwolnienie 350 osób dodatkowo w relacji do zapowiedzi z lutego 2009. Większa skala zwolnień, to około 10 mln PLN oszczędności więcej w relacji do naszej prognozy i w związku z tym szybsze ograniczenie wydatków osobowych niż zakładane przez nas. Nie wpływa jednak istotnie na nasze długoterminowe prognozy.

Zmiany w składzie Rady Nadzorczej

Jan Vanhevel złożył rezygnację z funkcji Członka RN Kredyt Banku. Jednocześnie RN banku powołała do składu Pana Ronny Delchambre.

Millennium (Kupuj)

Cena bieżąca: 4,4 PLN **Cena docelowa: 5,3 PLN**

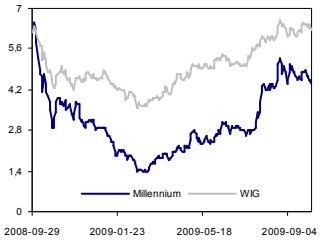
Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-10-05

(mln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana
Wynik odstekowy	819,9	1 181,3	44,1%	627,1	-46,9%	918,2	46,4%
Marża odsetkowa	3,0%	3,0%		1,4%		2,0%	
WNDB	1 648,2	1 827,5	10,9%	1 411,8	-22,7%	1 655,4	17,3%
Wynik operacyjny*	651,1	657,0	0,9%	391,8	-40,4%	653,4	66,8%
Zysk brutto	584,6	521,8	-10,7%	51,5	-90,1%	296,5	475,6%
Zysk netto	461,6	413,5	-10,4%	41,7	-89,9%	240,2	475,6%
ROE	19,5%	15,5%		1,5%		8,1%	
P/E	8,1	9,0		89,5		15,6	
P/BV	1,5	1,3		1,3		1,2	
D/PS	0,2	0,2		0,0		0,0	
Dyield (%)	3,9	4,3		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	849,2
MC (cena bieżąca)	3 736,4
Free float	34,5%
Zmiana ceny: 1m	*-3,3%*
Zmiana ceny: 6m	*105,6%*
Zmiana ceny: 12m	*-29,6%*
Max (52 tyg.)	6,3
Min (52 tyg.)	1,4

** przed kosztami rezerw*



Bank Millennium będzie jednym z największych beneficjentów poprawy sytuacji na rynku finansowania w przyszłym roku. Spadek kosztu refinansowania walutowego portfela kredytów hipotecznych, schyłek wojny depozytowej oraz stopniowa poprawa marży kredytowej pozwolą poprawić marżę w kolejnych kwartałach i znacznie poprawić wynik odsetkowy w przyszłym roku. Podobnie jak Kredyt Bank bardzo agresywnie zwiększał sumę bilansową przez ostatnie lata (CAGR'08/05 29%) pozyskując nowe wolumeny. Są to wprawdzie najmniej rentowne kredyty hipoteczne, jednak obecny zwrot na posiadanych aktywach (ledwie 0,1%) nie odzwierciedla potencjału banku. W sytuacji gdy na dalszy plan odsuwa się widomo poważnych strat kredytowych, a nerwowość na rynku międzybankowym jest znacznie mniejsza, można oczekiwać poprawy ROA w kolejnych latach. Na zbudowanej bazie aktywów, która nie będzie rosła w ciągu kolejnych dwóch latach, poprawa ROA do poziomu 0,8% daje 380 mln PLN zysku netto, co daje P/E na poziomie niespełna 10. Wycena akcji daje potencjał 16% wzrostu kursu w relacji do naszej ceny docelowej. Podnosimy rekomendację z trzymaj do kupuj.

Moody's obniża długoterminowe ratingi dla depozytów

Moody's obniżył długoterminowe ratingi Banku Millennium dla depozytów w walucie krajowej i obcej z A3 do Baa2 z perspektywą negatywną oraz rating dla depozytów krótkoterminowych z P2 do P3 - podał bank w komunikacie. Natomiast rating siły finansowej Banku (D) nie zmienił się. Zmiany te wynikają ze zmian ratingów banków portugalskich, w szczególności BCP dokonanych 16 września br. Jest to konsekwencja osłabionej pozycji inwestora strategicznego banku. Jednak Millennium czerpie część swojego finansowania z rynków hurtowych, a przy niższych ratingach oznacza to wzrost marż na finansowaniu. Oczekiwaliśmy jednak wzrostu marży na finansowaniu, ze względu na fakt, że poprzednie emitowane było w okresie niskiego kosztu finansowania.

Pekao (Trzymaj)

Cena bieżąca: 148,2 PLN Cena docelowa: 154,4 PLN

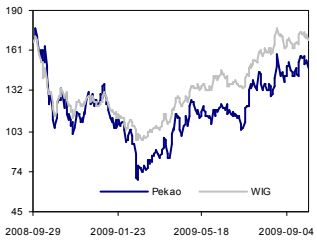
Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-10-05

(mln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana
Wynik odstekowy	4 323,0	4 509,5	4,3%	3 799,1	-15,8%	4 214,0	10,9%
Marża odsetkowa	3,6%	3,5%		2,9%		3,1%	
WNDB	8 314,2	7 578,2	-8,9%	7 130,7	-5,9%	7 616,2	6,8%
Wynik operacyjny*	4 509,5	4 535,0	0,6%	3 475,4	-23,4%	3 903,8	12,3%
Zysk brutto	4 342,4	4 346,0	0,1%	2 860,5	-34,2%	3 295,3	15,2%
Zysk netto	3 547,2	3 528,0	-0,5%	2 304,0	-34,7%	2 656,2	15,3%
ROE	23,1%	23,0%		13,5%		14,0%	
P/E	10,9	11,0		16,9		14,6	
P/BV	2,6	2,4		2,1		2,0	
D/PS	9,0	9,6		0,0		4,4	
Dyield (%)	6,1	6,5		0,0		3,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	262,2
MC (cena bieżąca)	38 859,9
Free float	36,7%
Zmiana ceny: 1m	*4,4%*
Zmiana ceny: 6m	*28,9%*
Zmiana ceny: 12m	*-13,5%*
Max (52 tyg.)	171,3
Min (52 tyg.)	67,9

** przed kosztami rezerw*



Uważamy, że w drugiej połowie roku koszty ryzyka wzrosną (do tej pory koszty ryzyka w Pekao w znacznym stopniu odbiegały od tego co pokazywały inne banki), a potencjał do ponadprzeciętnych wyników handlowych będzie malał. Płynny bilans (kredyty/depozyty 88%), współczynnik wypłacalności na poziomie 13,07% (Tier I) i duża siła rynkowa w zakresie obniżenia kosztu finansowania (drugi największy bank detaliczny, największy bank korporacyjny) są wsparciem dla wyników operacyjnych banku. Potencjałem w kolejnych kwartałach staje się ekspozycja na rynki kapitałowe (największe fundusze inwestycyjne w grupie), co powinno wspierać wzrost wyniku prowizyjnego. Wszystko to było wsparciem dla kursu Pekao w ostatnich miesiącach. Ze względu na wzrost wyceny o 7,5% od naszego ostatniego raportu analitycznego zamykamy rekomendację akumuluj i rekomendujemy trzymanie akcji w portfelu.

PKO BP (Trzymaj)

Cena bieżąca: 31,6 PLN **Cena docelowa: 32 PLN**

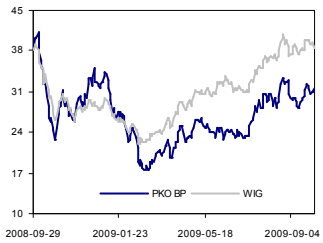
Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-08-24

(mln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana
Wynik odstekowy	4 646,6	6 127,3	31,9%	4 835,6	-21,1%	5 490,1	13,5%
Marża odsetkowa	4,4%	5,0%		3,2%		3,3%	
WNDB	7 444,7	9 096,7	22,2%	8 387,0	-7,8%	9 018,7	7,5%
Wynik operacyjny*	3 661,5	5 092,1	39,1%	4 156,1	-18,4%	4 785,2	15,1%
Zysk brutto	3 609,2	3 977,3	10,2%	2 587,6	-34,9%	3 069,6	18,6%
Zysk netto	2 903,6	3 120,7	7,5%	2 088,6	-33,1%	2 480,5	18,8%
ROE	26,4%	24,1%		12,5%		12,4%	
P/E	10,9	10,1		19,7		16,6	
P/BV	2,6	2,3		2,1		2,0	
D/PS	1,0	1,1		1,5		1,2	
Dyield (%)	3,1	3,5		4,7		3,7	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	1 300,0
MC (cena bieżąca)	41 067,0
Free float	48,8%
Zmiana ceny: 1m	*6,0%*
Zmiana ceny: 6m	*31,7%*
Zmiana ceny: 12m	*-22,2%*
Max (52 tyg.)	41,1
Min (52 tyg.)	17,4

** przed kosztami rezerw*



Współczynnik wypłacalności 12,1% po 1Q09, lider segmentu detalicznego, największa siła pozyskiwania udziałów w rynku depozytów detalicznych zostały już zdyskontowane w wycenie rynkowej. Uważamy, że fundamenty na jakich swoją pozycję buduje PKO BP pozostaną niezachwiane i podtrzymujemy opinię, że nawet realizacja negatywnych scenariuszy rozwoju sytuacji na rynku bankowym nie zagraża bazie kapitałowej banku (odpisy na kredyty, które byłyby na poziomie całego wyniku operacyjnego przed rezerwami musiałyby sięgnąć prawie 4%). Emisja 250 mln akcji PKO BP przy cenie 20,5 PLN/akcję wyznaczyła wycenę teoretycznego prawa poboru w dniu ich odcięcia na 2,58 PLN/akcję (4 prawa poboru upoważniają do objęcia 1 akcji nowej emisji). In plus postrzegamy mniejszą skalę rozwodnienia EPS i BVPS (emisja 250 mln akcji, a nie 300 mln akcji). Korygujemy naszą cenę docelową o teoretyczną wycenę prawa poboru. Korygujemy również cenę docelową o wartość dywidendy wypłaconej we wrześniu (1 PLN/akcję). Na skutek tych korekt nasza cena docelowa dla walorów PKO BP wyznaczona jest na poziomie 32 PLN/akcję. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Harmonogram oferty

Dniem ustalenia prawa poboru jest 6 października (ostatni dzień notowań z prawami poboru miał miejsce 1 października). Od 7 do 15 października prawa poboru notowane są na GPW. W okresie 7 — 20 października inwestorzy mogą składać zapisy na wykonanie praw poboru oraz zapisy dodatkowe. Do 29 października ma nastąpić przydział akcji w ramach wykonania praw poboru i zapisów dodatkowych. Między 30 października i 3 listopada przyjmowane są zapisy na akcji nieobjęte w wykonaniu praw poboru i zapisów dodatkowych, a przydział akcji z tego wynikający ma mieć miejsce do 4 listopada.

MSP oczekuje zaliczki na poczet dywidendy za 09 - prospekt PKO BP

PKO BP ocenia, że Ministerstwo Skarbu Państwa oczekuje, iż bank wypłaci zaliczkę na poczet przewidywanej dywidendy za 2009 rok w wysokości stanowiącej połowę zysku osiągniętego w 1H09. Bank poinformował, że wypłata zaliczki będzie wymagała m.in. uzyskania zezwolenia KNF na zmianę statutu (w zakresie pozwalającym zarządowi podjęcie decyzji o wypłacie dywidendy zaliczkowej) oraz rejestracji w KRS odpowiednich zmian statutu. Zysk netto (jednostkowy) banku PKO BP w 1H09 sięgnął 1288,9 mln PLN. Wypłata połowy daje 0,52 PLN/akcję. W naszych prognozach długoterminowych zakładamy, że w tym roku bank wypłaci 1,5 mld PLN łącznie dywidendy, wliczając w to już wypłacony 1 mld PLN jako dywidenda z zysku za 2008 rok. Zatem nasze oczekiwania co do wypłaty z zysków są praktycznie zgodne z planami banku. Inna jest jednak liczba akcji, gdyż w naszej wycenie uwzględniliśmy, że na koniec br. w banku będzie 1,3 mld akcji, a nie 1,25 mld.

Zbigniew Jagiełło nowym prezesem PKO BP

Z dniem 1 października 2009 roku nowym prezesem PKO BP został Z. Jagiełło, dotychczas prezes Pioneer Pekao TFI i Pioneer Pekao Investment Management. Jednocześnie Wojciech Papierak, wiceprezes zarządu PKO BP z dniem 1 października przestanął pełnić obowiązki prezesa banku.

PKO BP Faktoring chce w 2013 roku mieć 10% rynku

PKO BP Faktoring SA, nowa spółka w grupie PKO BP, zamierza w 2013 roku osiągnąć 10% rynku factoringowego. Prezesem spółki została Elżbieta Urbańska, wcześniej prezes spółki Polfactor. PKO BP oferował także Faktoring w ramach oferty bankowej. Bank rozwija swoją ofertę na rzecz przedsiębiorstw. Od kilku kwartałów widzimy systematyczny wzrost udziałów rynkowych w tym segmencie rynku. Do tej pory faktoring nie miał wpływu na wynik grupy, być

może wraz z rozwojem nowej spółki wpływ będzie większy, ale postrzegamy to raczej jako poszerzenie wachlarza produktów dla segmentu przedsiębiorstw.

PKO BP sprzedał w sierpniu kredyty hipoteczne za ok. 1 mld PLN

Podobną skalę sprzedaży bank zanotował w lipcu. P.o. prezesa, powiedział, że w tym segmencie nic specjalnego się nie dzieje i nie powodów do obaw, że jakieś tąpnięcie mogłoby nastąpić do końca roku. W 2Q09 bank sprzedał kredyty o wartości 2,7 mld PLN, po tym jak w 1Q09 sprzedał ich tylko 1,5 mld PLN. Bank zapowiadał po wynikach 2Q09, że oczekuje miesięcznej sprzedaży do końca roku w okolicach 1 mld PLN.

Fundusz Kapitałowy Marguerite

PKO BP wraz z EBI i innymi dużymi europejskimi bankami (Caisse des Depots, Cassa Depositi e Prestiti, KfW) utworzy Fundusz Kapitałowy Marguerite, którego celem będzie współfinansowanie transeuropejskich projektów transportowych i energetycznych. Do 2011 roku fundusz ma dysponować kwotą ok. 1,5 mld EUR. PKO BP był jedynym bankiem z naszego regionu zaproszonym do projektu. Pozwoli to uczestniczyć w finansowaniu kluczowych inwestycji dla całej Europy. PKO BP będzie jednym z udziałowców. Na początek każdy z podmiotów zaangażuje około 100 mln EUR, jednak kwota trwa może jeszcze się zmienić. Do tej pory PKO BP był beneficjentem projektów EBI. Pozytywna informacja jednak bez istotnego wpływu na wyniki banku w horyzoncie roku.

Sektor rafineryjno-gazowy, chemia

Projekt ustawy o zapasach nadal nie gotowy?

Według doniesień prasowych, prace nad projektem ustawy o zapasach obowiązkowych nadal nie zostały zakończone i wciąż nie wiadomo czy i w jaki sposób rząd zdecyduje o jednorazowym wykupie rezerw ropy i paliw od koncernów paliwowych. Nadal podstawowa koncepcja opiera się na emisji obligacji przez BGK, które miałyby trafić do celowego funduszu. Ministerstwo Gospodarki prowadzi jednak również rozmowy z bankiem komercyjnym na temat alternatywnego rozwiązania. Nie wyklucza się także rozłożenia procesu wykupu tych rezerw na kilka lat. Założenia do nowej ustawy są już według wypowiedzi resortu gospodarki gotowe (kwestia dostosowania naszego prawa do dyrektywy KE i zwolnienia spółek paliwowych z obowiązku magazynowania paliw), do ustalenia pozostają natomiast techniczne aspekty wdrożenia tych założeń. Obecnie projekt trafił pod obrady rządu, gdzie zapewne w ciągu miesiąca powinna wykrystalizować się ostateczna koncepcja zmian ustawowych. W naszej opinii nowa ustawa będzie korzystna dla polskich koncernów paliwowych nawet przy założeniu rozłożenia wykupu zapasów na kilka lat. Pojawiające się spekulacje dotyczące zamiany zapasów na obligacje skierowane do PKN i Lotosu wydają się nam kompletnie nierealne z uwagi na techniczny problem równoległych negocjacji z wieloma bankami zmian zabezpieczeń w wielu umowach kredytowych. Taki scenariusz z punktu widzenia długu publicznego niczym nie różniłby się od koncepcji emisji obligacji przez BGK.

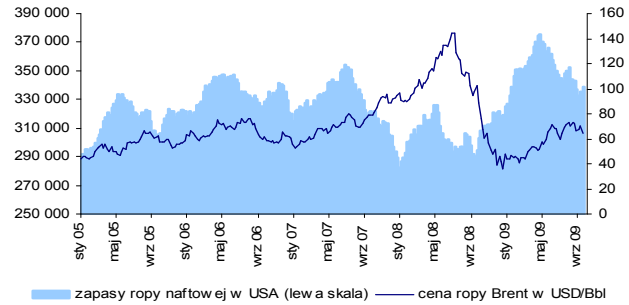
Komisja Europejska przyznaje większe ulgi w akcyzie na bioester

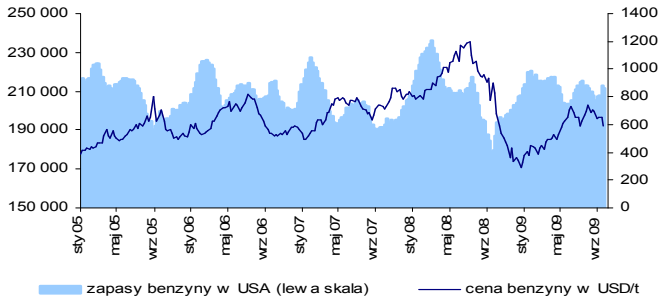
Komisja Europejska wydała już ostateczną decyzję w sprawie ulg w akcyzie na bioester i przesłała ją do Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów. Po zatwierdzeniu decyzji czysty ester będzie objęty minimalną stawką akcyzy – 1 grosz, nie zaś 20 groszy jak do tej pory. Bioester będzie też zwolniony z opłaty paliwowej, wynoszącej około 10 groszy. Do tej pory sprzedaż biopaliw była deficytowa. PKN Orlen szacował, że dopłaca nawet 80 groszy na sprzedaży 1 litra biopaliw. W tym roku koszty związane z realizacja obowiązku sprzedaży biopaliw mają wynieść 270 mln PLN, w porównaniu do 64 mln PLN rok wcześniej. Dzięki ulgom koszty zmaleją.

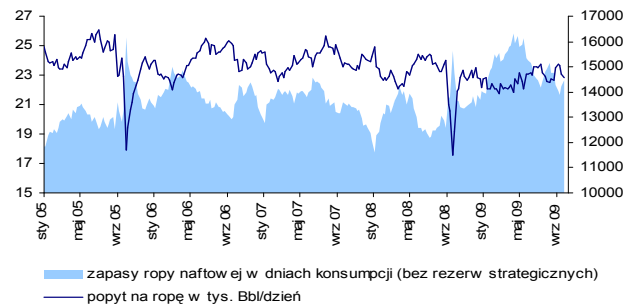
Wyższa produkcja w rafineriach, wzrost zapasów paliw

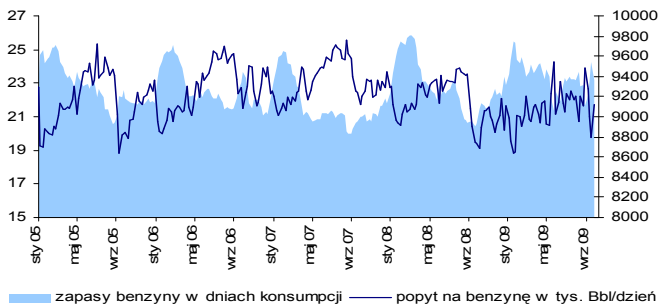
Wrzesień przyniósł wzrost produkcji w amerykańskich rafineriach (wskaźnik CUR był wyższy w relacji do sierpnia o 1,4 punktu procentowego), co było bezpośrednią przyczyną obniżenia zapasów ropy naftowej o prawie 5 mln baryłek. Wyższa podaż produktów doprowadziła z kolei do wzrostu zapasów benzyny (+6 mln baryłek, czyli 3%) i średnich destylatów (+7,5 mln baryłek, czyli 4,6%), gdyż nie korespondowała z obniżeniem popytu na paliwa (w przypadku benzyny spadek m/m wyniósł 1,5%). Te dane rynkowe doprowadziły do pogorszenia nastrojów inwestorów i wywołały spadek cen surowca oraz dalsze pogorszenie marż rafineryjnych. Odczyty z końca września dają jednak powody do umiarkowanego optymizmu w tej kwestii (wzrost konsumpcji), aczkolwiek ważna będzie kontynuacja tych tendencji.

Zapasy ropy i benzyny w USA









Źródło: opracowanie DI BRE na podstawie Departamentu Energii

CEZ (Redukuj)

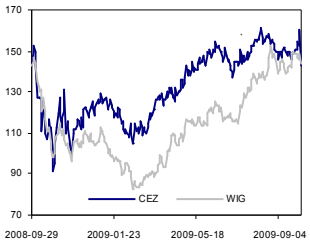
Cena bieżąca: 142,7 PLN **Cena docelowa: 140,6 PLN**

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-08-18

(mln CZK)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana
Przychody	174 563,0	181 638,0	4,1%	184 029,2	1,3%	181 819,4	-1,2%
EBITDA	72 469,0	87 253,0	20,4%	89 223,6	2,3%	86 657,0	-2,9%
marża EBITDA	*41,5%*	*48,0%*		*48,5%*		*47,7%*	
EBIT	50 303,0	65 163,0	29,5%	65 984,7	1,3%	61 535,3	-6,7%
Zysk netto	41 555,0	46 510,0	11,9%	50 343,4	8,2%	47 079,2	-6,5%
P/E	11,2	10,9		9,2		9,8	
P/CE	7,3	7,4		6,3		6,4	
P/BV	2,7	2,9		2,3		2,1	
EV/EBITDA	7,4	7,0		6,6		7,0	
Dyield (%)	2,3	4,7		5,8		6,3	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	538,0
MC (cena bieżąca)	76 771,1
EV (cena bieżąca)	98 788,1
Free float	29,3%
Zmiana ceny: 1m	*-2,4%*
Zmiana ceny: 6m	*10,8%*
Zmiana ceny: 12m	*-11,7%*
Max (52 tyg.)	161,1
Min (52 tyg.)	91,5



Ceny energii we wrześniu na rynku niemieckim spadły w kontraktach na przyszły rok o ponad 5% (w przypadku kontraktów na lata 2011-12 spadek wyniósł niecałe 4%), a tymczasem akcje CEZ zachowywały się w tym miesiącu lepiej niż indeks WIG20. Nie widzimy dla tego uzasadnienia, tym bardziej że według naszych prognoz Spółka jest notowana z 12-15% premią do konkurencji na bazie wskaźników EV/EBITDA i P/CE. Ponadto ostatnia transakcja z rządem rumuńskim nie wnosi dodatkowej wartości dla akcjonariuszy i powiększa skonsolidowany dług netto (w rumuńskich spółkach skoncentrowane jest ponad 30% środków pieniężnych całej Grupy CEZ i zapłacona cena musiała to uwzględniać). Podtrzymujemy naszą negatywną rekomendację.

Wiceprezes o cenach energii

Wiceprezes Martin Novak powiedział, że koncern liczy się z tym że ceny energii w przyszłym roku spadną o 15%. CFO nie spodziewa się w tym kontekście znaczącego wzrostu zysku netto w 2010 roku. Na razie jednak jest za wcześnie aby określić czy Spółka zanotuje niewielki spadek, stagnację czy niewielki wzrost. W naszych prognozach, po uwzględnieniu kursu EUR/CZK zakładamy, że ceny energii zabezpieczone na rok 2010 są niższe od tegorocznej średniej o około 13,8%. Trudno komentować tę wypowiedź CFO, bo nie wiemy do jakiej bazy się odnosił. Według naszych szacunków CEZ zanotuje w przyszłym roku około 6,5% spadek zysku netto.

„Tajny pakt" CEZ, J&T i EnBW?

Według czeskiej prasy CEZ oraz firmy J&T i EnBW zawarły tajne porozumienie dotyczące współrpacy na czeskim rynku energetycznym. Chodziło o współpracę przy przetargu na aktywa koncernu International Power, które kupiła firma J&T, a następnie odsprzedała spółkę Prazska Teplarenska (część aktywów International Power) koncernowi CEZ. EnBW zobowiązała się, że nie wystartuje w przetargu. Jednocześnie Prazska Teplarenska, przy wsparciu EnBW jako akcjonariusza, podpisała umowę na dostawy węgla z niemieckiego koncernu MIBRAG, który jest współwłasnością J&T i CEZ. Sprawę bada czeski UOKiK. Na tym etapie i na bazie dostępnych informacji trudno komentować te doniesienia i oceniać czy porozumienie wykraczało poza normy prawne. Kluczowe z punktu widzenia UOKiK będą szczegóły tych umów i ewentualna obecność zakazanych zapisów.

Szansa na dofinansowanie unijne dla niemieckiej elektrowni

CEZ ma szanse otrzymać z UE dofinansowanie do budowy elektrowni węglowej (o mocy 600MW) obok kupionej niedawno kopalni MIBRAG w Niemczech, które pokryje do 15% całości kosztów. Zarząd spółki nie podjął jednak jeszcze ostatecznej decyzji w sprawie rozpoczęcia inwestycji. Szef pionu operacji zagranicznych w spółce wypowiedział się również na temat sytuacji na poszczególnych rynkach. W Polsce jego zdaniem produkcja praktycznie nie zmieniła sie w porównaniu do zeszłego roku. Dużo gorzej wygląda sytuacja w Niemczech, gdzie ceny prądu spadły do poziomów sprzed 5-7 lat oraz na Bałkanach.

Odkupienie 30% udziałów w rumuńskich spółkach

CEZ uzgodnił z rumuńska agencją prywatyzacyjną odkupienie 30% udziałów w spółkach CEZ Vanzare i CEZ Distributie (do tej pory posiadał w nich 51% udziałów w wyniku zakupu spółki ODC Oltenia w 2005 roku) za łączną kwotę 229,6 mln EUR. W 2005 roku CEZ płacił za 51% udziałów 167 mln EUR, co implikowało 240 EUR za punkt odbiorczy. Obecna transakcja implikuje ten wskaźnik na poziomie 560 EUR, czyli znacznie więcej także od ostatniej transakcji przeprowadzonej w Turcji (za SEDAS CEZ płacił 353 EUR za punk odbiorczy). W relacji do raportowanych wyników rumuńskich spółek za rok 2008, wskaźnik P/E wg. tej transakcji wynosi 21,8, aczkolwiek w swoich sprawozdaniach CEZ informował o odpisie na należności w Rumunii na kwotę 700 mln CZK i po tej korekcie P/E wynosiłby 13, co implikuje ponad 20-30% premii do mediany dla sektora energetycznego. Zapłacona cena wydaje się wysoka, ale jak się okazuje w

dużej mierze jest ona konsekwencją wysokiego stanu gotówki w rumuńskich spółkach (netto około 190-200 mln EUR, czyli około 30% skonsolidowanych środków pieniężnych Grupy CEZ). Po oczyszczeniu o gotówkę netto, zapłacona cena w relacji do liczby punktów odbiorczych wynosiłaby 415 EUR, a skorygowane P/E'08 9,9, czyli zgodnie z wycenami rynkowymi.

Ciech (Trzymaj)

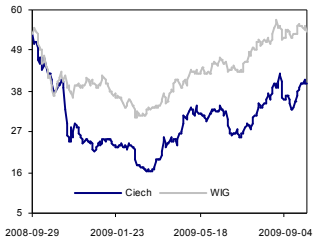
Cena bieżąca: 39,8 PLN **Cena docelowa: 31,8 PLN**

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-08-05

(mln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana
Przychody	3 415,0	3 781,3	10,7%	3 795,4	0,4%	3 861,9	1,8%
EBITDA	222,3	459,7	106,8%	476,8	3,7%	514,8	8,0%
marża EBITDA	*6,5%*	*12,2%*		*12,6%*		*13,3%*	
EBIT	43,0	256,4	496,6%	228,5	-10,9%	261,0	14,2%
Zysk netto	-31,7	44,5		70,4	58,3%	99,5	41,4%
P/E		25,0		15,8		11,2	
P/CE	7,6	4,5		3,5		3,2	
P/BV	1,0	1,3		1,2		1,1	
EV/EBITDA	10,3	6,0		5,9		5,6	
Dyield (%)	5,3	5,2		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	28,0
MC (cena bieżąca)	1 114,4
EV (cena bieżąca)	2 797,9
Free float	35,6%
Zmiana ceny: 1m	*10,6%*
Zmiana ceny: 6m	*60,2%*
Zmiana ceny: 12m	*-22,4%*
Max (52 tyg.)	51,3
Min (52 tyg.)	16,4



Po bardzo słabych wynikach 2Q, we wrześniu na akcjach Ciechu utrzymywał się negatywny sentyment i tylko częściowo był on neutralizowany pozytywnymi doniesieniami o ofertach złożonych w procesie prywatyzacyjnym. W najbliższych tygodniach spodziewamy się stabilizacji kursu do czasu ogłoszenia szczegółów dotyczących tych ofert. Podtrzymujemy neutralną rekomendację. Wkrótce opublikujemy aktualizację naszego raportu analitycznego.

Krótka lista inwestorów na Ciech już gotowa

Nafta Polska przedstawiła krótką listę inwestorów zakwalifikowanych do następnego etapu prywatyzacji spółek I-szej grupy chemicznej, czyli Ciechu, ZAT i ZAK. Znalazły się na niej następujące instytucje: Bain Capital (globalna firma asset management o portfelu 60 mld USD), konsorcjum Cinven (fundusz zamknięty specjalizujący się w przejmowaniu firm, w tej chwili ma do zainwestowania około 6,5 mld EUR w ramach uruchomionego 4-tego funduszu), National Qatar Industries Company (katarski koncern chemiczny), PCC (koncern chemiczny, właściciel m.in. PCC Rokita), UAB Achema Group (litewski koncern w skład którego wchodzi m.in. producent nawozów azotowych o zdolnościach produkcyjnych 2 mln ton/rocznie) oraz I Fundusz Mistral (polski fundusz inwestycyjny zamknięty). Szef Nafty Polskiej Marek Karabuła poinformował, że w przypadku Ciechu i ZAT inwestorzy oferują premię do wyceny giełdowej z dnia złożenia ofert, czyli odpowiednio 32,9 PLN i 15,76 PLN. Trudno na podstawie składu tej listy formułować oczekiwania co do dalszego rozwoju procesu prywatyzacji. Do momentu ostatecznych rozstrzygnięć informacja o 6 poważnych ofertach kupna powinny wspierać kurs Ciech i ZAT.

Kawerny sprzedane

Ciech otrzymał zgodę od niemieckiego Urzędu Górniczego na sprzedaż kawern do RWE. Wartość tej umowy, której płatności rozłożone są na lata 2009-19, wynosi 60 mln EUR. Wpływy z tytułu sprzedaży praw górniczych mają sięgnąć 16 mln EUR (łącznie dochody z umowy z RWE wyniosą na koniec roku około 25 mln EUR). Informacja oznacza, że zysk na transakcji zostanie prawdopodobnie zaksięgowany w wynikach 3Q. Pewnym zaskoczeniem jest podana w komunikacie kwota 25 mln EUR, bo jeszcze w raporcie półrocznym Zarząd oczekiwał płatności 27 mln EUR. Może to oznaczać, że zyski będą niższe niż zapowiadane wcześniej 35 mln PLN.

Oferty na PTU

Według doniesień prasowych Ciech otrzymał już ofertę odkupienia posiadanych 45,3% udziałów w firmie ubezpieczeniowej PTU od PTR (podmiot posiadający 22,7% udziałów w PTU). Podobno opiewa ona na 65 mln PLN. W najbliższych dniach możliwe jest złożenie ofert przez Generali oraz niemieckiego ubezpieczyciela Gothaer Allgemeine Versicherung. Kwota 65 mln PLN za pakiet 45,3% jest niższa niż nasze szacunki (obecnie wyceniamy pakiet w PTU na 75 mln PLN). Obecnie wartość księgowa tych udziałów to 32 mln PLN.

Dotacja na inwestycję w EPI

Zachem, spółka zależna Ciechu otrzymała 28 mln PLN dofinansowania z unijnych funduszy na inwestycję w nową linię do produkcji EPI na bazie gliceryny. Łączny koszt tego projektu to 56 mln PLN. Obecnie EPI w Ciechu jest produkowana na bazie chloru i propylenu (podobnie jak 95% pozostałych światowych mocy), a technologia oparta na glicerynie (produkt uboczny w procesie wytwarzania biopaliw) opatentowana przez Solvay (pierwszy zakład na skale przemysłową- moce 100 tys. ton, ma być otwarty w tym roku w Tajlandii). Tego rodzaju instalacje w kontekście oczekiwanego wzrostu produkcji biopaliw będą znacznie bardziej konkurencyjne kosztowo w relacji do tradycyjnej metody produkcji EPI. Inwestycja Ciechu w nową technologie wydaje się w tym kontekście koniecznością. Wsparcie w takiej skali ze środków unijnych to dobra informacja.

Transakcja przejęcia rosyjskich zakładów sodowych

Solvay poinformował we wrześniu o podpisaniu umowy przejęcia rosyjskich zakładów sodowych w Bereznikach na Uralu. Łączna cena (EV) za fabrykę produkującą 500 tys. ton sody rocznie ma wynieść 160 mln EUR. Informacja ta operacyjnie nie ma wpływu na Ciech, aczkolwiek cena płacona przez Solvay przy prostej proporcji implikowałaby wartość segmentu sodowego Ciechu (2 mln ton sody) na poziomie 2,6 mld PLN, czyli niewiele mniej niż dzisiaj wyceniana jest cała Grupa.

Chińczycy w Borsodchemie

Prawdopodobnie chiński koncern Yantai Wanhua jest bliski przejęcia koncernu Borsodchem. Chińczycy są producentem MDI (500 tys. ton), którego wytwarzaniem zajmuje się także koncern węgierski (400 tys. ton). W kontekście tej akwizycji pojawiły się głosy, iż może ona stanowić zagrożenie dla pozycji Zachemu z Grupy Ciech. Zachem produkuje TDI i rzeczywiście Borsodchem jest jego regionalnym konkurentem (Zachem 75 tys. ton, a Borsodchem 90 tys. ton). Na ten moment wejście chińskiego koncernu do firmy węgierskiej nie powinno zmienić jej pozycji konkurencyjnej na rynku TDI. Zagrożeniem byłoby dopiero reaktywowanie planów rozbudowy mocy w TDI, z których Borsodchem się wycofał z uwagi na kryzys. Węgierska spółka podtrzymała natomiast plany ekspansji w zakresie MDI i planuje skupić się na tym produkcie.

Lotos (Akumuluj)

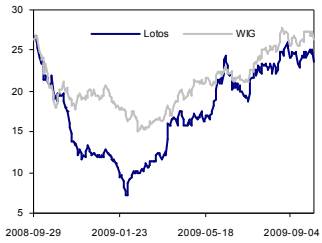
Cena bieżąca: 23,7 PLN **Cena docelowa: 25,8 PLN**

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-22

(mln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana
Przychody	13 125,1	16 294,7	24,1%	12 977,1	-20,4%	17 350,8	33,7%
EBITDA	1 019,9	169,2	-83,4%	662,5	291,6%	808,6	22,1%
marża EBITDA	*7,8%*	*1,0%*		*5,1%*		*4,7%*	
EBIT	713,7	-145,8		333,5		399,6	19,8%
Zysk netto	777,2	-453,9		603,3		242,0	-59,9%
P/E	3,5			5,1		12,7	
P/CE	2,5			3,3		4,7	
P/BV	0,5	0,5		0,5		0,5	
EV/EBITDA	3,4	37,2		13,2		12,5	
Dyield (%)	1,5	0,0		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	129,9
MC (cena bieżąca)	3 078,0
EV (cena bieżąca)	8 777,9
Free float	36,0%
Zmiana ceny: 1m	*-2,0%*
Zmiana ceny: 6m	*41,9%*
Zmiana ceny: 12m	*-7,4%*
Max (52 tyg.)	26,0
Min (52 tyg.)	7,3



Naszym zdaniem istotnym wsparciem dla kursu może okazać się spodziewane przez nas pozytywne dla Lotosu rozstrzygnięcie w sprawie zapasów obowiązkowych. Obecnie nie uwzględniamy jeszcze efektów tych potencjalnych zmian ustawowych w naszym modelu, ale mogą one sięgnąć ponad 2 mld PLN, czyli 15 PLN na akcję. Naszym zdaniem rynek raczej nie bierze takiego scenariusza pod uwagę, tak więc w przypadku negatywnej decyzji rządu w tej sprawie, ryzyko spadku kursu jest ograniczone. Pozytywnym katalizatorem dla akcji Lotosu powinny być także oczekiwany bardzo wysoki zysk netto w 3Q oraz znacząca poprawa wyników w segmencie wydobywczym z uwagi na wyższe ceny ropy oraz większy przerób ropy Petrobalticu w rafinerii. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Związkowcy chcą 10% podwyżki w 2010 roku

Związki zawodowe działające w Lotosie w liście do Zarządu domagają się wprowadzenia 10% wzrostu wynagrodzeń w 2010 roku. Mają także nadzieję na wypłacenie w 1Q'2010 nagrody okolicznościowej w związku z uruchomieniem pierwszych instalacji w ramach programu 10+. Ewentualny wzrost kosztów płac o 10% tylko w spółce Lotos implikowałby zwiększenie wydatków w skali roku o 13-15 mln PLN. Podobne podwyżki w całej Grupie oznaczałyby już jednak wzrost kosztów skonsolidowanych o 50 mln PLN.

Mniejszościowy pakiet dla branżowego?

Wiceminister Skarbu Państwa Mikołaj Budzanowski ponownie zapowiedział, iż resort planuje sprzedaż pakietu 12,5% akcji otrzymanych w ramach aportu resztówki Petrobalticu do inwestora branżowego. Negocjacje w tej sprawie mogłyby się rozpocząć w 4Q. Kolejne wypowiedzi resortu w takim tonie wydają się uprawdopodabniać taki scenariusz. Sprzedaż pakietu mniejszościowego inwestorowi branżowemu będzie musiała być połączona z zapowiedzią późniejszej pełnej prywatyzacji Spółki.

PGNiG (Trzymaj)

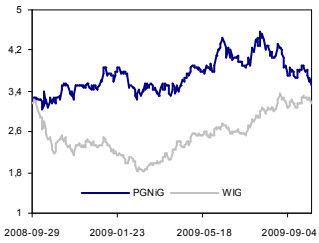
Cena bieżąca: 3,5 PLN **Cena docelowa: 3,67 PLN**

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-03

(mln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana
Przychody	16 652,1	18 432,0	10,7%	18 448,2	0,1%	18 649,8	1,1%
EBITDA	2 291,3	2 264,9	-1,2%	2 760,8	21,9%	3 707,2	34,3%
marża EBITDA	*13,8%*	*12,3%*		*15,0%*		*19,9%*	
EBIT	861,0	839,9	-2,4%	1 194,7	42,2%	1 938,4	62,2%
Zysk netto	915,0	904,6	-1,1%	1 043,3	15,3%	1 560,3	49,5%
P/E	22,6	22,8		19,8		13,2	
P/CE	8,8	8,9		7,9		6,2	
P/BV	1,0	1,0		1,0		0,9	
EV/EBITDA	8,4	8,9		7,8		5,6	
Dyield (%)	4,9	5,4		2,6		2,5	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	5 900,0
MC (cena bieżąca)	20 650,0
EV (cena bieżąca)	21 578,8
Free float	15,3%
Zmiana ceny: 1m	*-5,7%*
Zmiana ceny: 6m	*1,4%*
Zmiana ceny: 12m	*7,7%*
Max (52 tyg.)	4,6
Min (52 tyg.)	3,0



Po ostatnich spadkach kursu akcje PGNiG są obecnie wyceniane na bazie naszych prognoz porównywalnie do innych spółek z sektora (na bazie wskaźników P/CE i EV/EBITDA oczyszczonych o wartość złóż norweskich oraz EuRoPolGazu) i blisko naszej ceny docelowej, stąd nie zmieniamy naszej rekomendacji trzymaj. W najbliższym czasie oczekiwania bardzo dobrych wyników 2H'09 będą neutralizowane przez perspektywę zwiększania zadłużenia (planowana emisja obligacji), ryzyko obniżenia ratingów w związku z rosnącymi planami inwestycyjnymi (zmiana perspektywy przez S&P) oraz możliwe niższe wolumeny sprzedaży w związku z brakiem umowy na dodatkowe dostawy gazu z Gazpromem.

Zarząd o perspektywie 2H i emisji obligacji

Wiceprezes Hinc zapowiedział, że w związku z prowadzonym programem inwestycyjnym PGNiG planuje emisję obligacji o łącznej wartości 4,5 mld PLN, która trafiłaby zarówno do inwestorów polskich jak i zagranicznych. Jednocześnie Zarząd zapowiedział, iż na koniec roku oczekuje dodatniego wyniku netto na poziomie Grupy. Prognozowany przez nas Capex dla Grupy PGNiG na lata 2009-12 sięga około 12 mld PLN, a obecne wolne linie kredytowe Spółki to 3 mld PLN. Zwracamy uwagę, iż w 2Q'09 PGNiG pierwszy raz od debiutu raportuje dług netto (143 mln PLN), który w naszej opinii jeszcze wzrośnie na koniec roku. Zapowiedź dodatniego wyniku netto na koniec roku niczego nie wnosi, gdyż obecna wycena dyskontuje w naszej opinii wynik przekraczający 1,5 mld PLN, podczas gdy po półroczu wynosi on -0,5 mld PLN.

S&P obniżył perspektywę ratingu

Standard & Poor's obniżył perspektywę ratingu dla PGNiG do negatywnej. Agencja podtrzymała jednocześnie długoterminowy rating PGNiG na poziomie BBB+. Agencje informacyjne nie podają powodów tej decyzji (być może chodzi o formułowane przez Zarząd plany inwestycyjne). Ewentualne obniżenie ratingów mogłoby utrudnić planowana emisję obligacji po satysfakcjonujących marżach.

Obietnica kontraktu gazowego

Premier Rosji Władimir Putin w czasie swojej wizyty w Polsce zapowiedział, że podpisanie umowy gwarantującej Polsce dodatkowe dostawy gazu od Gazpromu (w zamian za brak wolumenów od RUE) jest możliwe w najbliższym czasie, aczkolwiek jednym z warunków jest uporządkowanie struktury właścicielskiej w EuRoPolGazie i wykup przez Gazprom oraz PGNiG mniejszościowych udziałów Gas Tradingu. Pozytywne zakończenie tej kwestii jest realne poprzez przymusowy wykup 4% pakietu Gas Tradingu. Jeśliby do tego doszło to oznaczałoby to wyższy wolumen sprzedaży o około 0,7-1 mld m^3 i wyższy wynik operacyjny o około 110-160 mln PLN.

PGNiG inwestorem dla polskiej chemii?

Wiceminister skarbu Adam Leszkiewicz zapowiedział szybkie ogłoszenie przetargu na wybór doradcy prywatyzacyjnego przy planowanej na przyszły rok sprzedaży pakietów kontrolnych ZA Puławy i ZCH Police. Resort bierze przy tym projekcie 3 warianty pod uwagę: współpracę obu firm i sprzedaż ich w pakiecie, sprzedaż każdej z osobna innemu inwestorowi oraz zaangażowanie w proces PGNiG. Prezes PGNiG Michał Szubski oświadczył, że Spółka rozważy zaangażowanie w polską chemię (podobno już przygląda się Anwilowi), ale oczekuje dyskonta z uwagi na obecną trudną sytuację makroekonomiczną. Pomysł zaangażowania PGNiG w konsolidację polskiego sektora chemicznego nie jest nowy (przypominamy, że koncern wziął udział w IPO ZA Tarnów). Ostatnio koncern w swojej strategii raczej odszedł jednak od tej koncepcji i obrał energetykę, jako nowy kierunek rozwoju. Zakup spółek chemicznych, jeśli do niego dojdzie, będzie można ocenić znając już cenę zakupu i plany

budowania wartości z tych akwizycji. Obawiamy się jednak, że może być trudno o dyskonto w zakupach od MSP. Zwracamy także uwagę, iż obecnie plan inwestycyjny PGNiG jest dość napięty i nie uwzględniał on akwizycji w sektorze chemicznym.

Emisja nowych akcji???

Prezes Michał Szubski zapowiedział, że chce rozpocząć dyskusje na temat ewentualnej emisji nowych akcji PGNiG, jako sposobu na pozyskanie finansowania dla programu inwestycyjnego. Resort skarbu oświadczył z kolei, że nie rozważa takiego scenariusza. Pomysł Prezesa Szubskiego ma raczej niewielkie szanse powodzenia z uwagi na brak politycznej zgody na zmniejszenie udziałów w PGNiG przez MSP. Taka wypowiedź może mieć jednak negatywny wpływ na kurs, gdyż wskazuje na możliwość wzrostu capexu powyżej zakładanych przez nas poziomów w najbliższych latach. Dotychczas raczej podchodziliśmy z rezerwą do ogromnego planu inwestycyjnego Spółki, z uwagi na brak możliwości skwantyfikowania zwrotu z niektórych projektów ze względu na brak dokładnych informacji.

PKN Orlen (Kupuj)

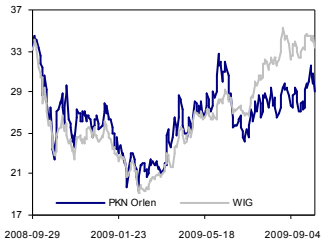
Cena bieżąca: 29 PLN **Cena docelowa: 38,2 PLN**

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-16

(mln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana
Przychody	63 793,0	79 535,2	24,7%	60 200,4	-24,3%	70 868,2	17,7%
EBITDA	5 035,3	887,6	-82,4%	3 828,9	331,4%	4 336,3	13,3%
marża EBITDA	*7,9%*	*1,1%*		*6,4%*		*6,1%*	
EBIT	2 603,9	-1 603,8		1 151,2		1 600,2	39,0%
Zysk netto	2 412,4	-2 505,7		1 000,6		1 258,7	25,8%
P/E	5,1			12,4		9,9	
P/CE	2,6			3,4		3,1	
P/BV	0,6	0,7		0,7		0,6	
EV/EBITDA	4,7	31,2		7,4		6,8	
Dyield (%)	0,0	5,6		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	427,7
MC (cena bieżąca)	12 420,7
EV (cena bieżąca)	28 272,2
Free float	67,3%
Zmiana ceny: 1m	*4,6%*
Zmiana ceny: 6m	*9,6%*
Zmiana ceny: 12m	*-14,6%*
Max (52 tyg.)	34,0
Min (52 tyg.)	19,3



We wrześniu, pierwszy raz od kilku miesięcy, akcje Orlenu zachowywały się lepiej od indeksu WIG20, mimo pogorszenia otoczenia makro w segmencie rafineryjnym (osłabienie marż i dyferencjału). W naszej opinii uzasadnienia tych wzrostów kursu można szukać w oczekiwaniach bardzo dobrych wyników segmentu detalicznego i systematycznej poprawy marż na działalności petrochemicznej. Dodatkowo wsparciem dla notowań Orlenu powinna być perspektywa prawdopodobnej sprzedaży Anwilu oraz dezinwestycja Polkomtela. Ważnym aspektem będzie także spodziewane rozstrzygnięcie w kwestii ustawy o zapasach obowiązkowych, która w optymistycznym aczkolwiek realnym scenariuszu może oznaczać znaczący spadek długu netto koncernu. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Rating Fitch pod obserwacją

Fitch umieścił długoterminowy rating Orlenu BB+ na liście obserwacyjnej z nastawieniem negatywnym. Decyzja jest argumentowana obawami, że w latach 2009/10, z powodu trudnej sytuacji w segmencie rafineryjnym, koncern może osiągać słabe wyniki EBITDA. Decyzja ta nie powinna mieć wpływu na bieżące koszty finansowania, ze względu na brak uzależnienia marży na obecnych umowach kredytowych od decyzji agencji ratingowych. Teoretycznie ewentualne obniżenie ratingu przez Fitch (wcześniej zrobiła to agencja Moodys) mogłoby utrudnić negocjacje z bankami w przypadku kolejnego złamania warunków kredytowych na koniec tego roku. Na razie jednak nie widzimy takiego zagrożenia.

Kwestia kowenantów kredytowych na koniec 2009

Według doniesień prasowych Orlen w przypadku niekorzystnego scenariusza makro będzie musiał ponownie usiąść do negocjacji z kredytodawcami, którzy będą chcieli jeszcze raz podnieść swoje marże. Według naszych szacunków, przy założeniu poziomu kursu USD/PLN na 2,85 i EUR/PLN na 4,1 na koniec roku Orlen spełni warunki kredytowe bez konieczności sprzedaży aktywów i wskaźnik dług_netto/EBITDA wyniesie 3,4. Nie jest to oczywiście znaczący bufor bezpieczeństwa wobec limitu jaki wynosi 3,5, ale obecne tendencje na rynku walutowym (USD/PLN 2,81 i EUR/PLN 4,08) są sprzyjające. Według naszych szacunków PKN w przypadku realizacji negatywnego scenariusza również nie powinien sprzedawać Polkomtela za wszelką cenę (na razie wg. harmonogramu zbieranie ofert będzie możliwe w listopadzie), gdyż ewentualne wyższe koszty obsługi zadłużenia w przypadku wzrostu marż banków nie będą w kontekście wartości operatora istotną kwotą. Każde 100 punktów bazowych oznaczałoby wzrost kosztów o 140 mln PLN, ale należy pamiętać że po uwzględnieniu sprzedaży Polkomtela za satysfakcjonującą cenę w 2010 roku baza kredytów odsetkowych uległaby istotnemu obniżeniu (-3,4 mld PLN), czyli efekt netto wzrostu kosztów wyniósłby 100 mln PLN.

Przetarg na bazy będzie powtórzony

Orlen postanowił powtórzyć przetarg na zbycie 5 baz magazynowych oraz 7 zakładów produktów naftowych z uwagi na brak satysfakcjonujących ofert w zakończonej właśnie procedurze. Nowe oferty można składać do 12 października. Łączna wycena tych aktywów to około 95 mln PLN. Wszystko wskazuje na to, że uzyskanie takiej kwoty może być trudne.

Zapowiadane przestoje w 3Q

W prezentacji inwestorskiej PKN Orlen przedstawił listę planowanych na 3Q'09 przestojów remontowych, na której znalazły się m.in. 30 dniowy remont hydrocrackingu i instalacji HOG oraz 25 dniowy przestój jednej z instalacji HON. Ta informacja oznacza dodatkowe obciążenie dla wyników 3Q, które może sięgać 150-200 mln PLN w zależności od wysokości utraconej marży.

Zarząd o makro i dezinwestycjach

Prezes Sławomir Jędrzejczyk zapowiedział, że Orlen spodziewa się w 3Q bardzo dobrych wyników po segmencie detalicznym i poprawy sytuacji w petrochemii (wyższe marże i wolumeny). Segment rafineryjny będzie z kolei pod presją niskich marż i dyferencjału. Zarząd zapowiedział także, iż w perspektywie 3 lat zamierza odchudzić Grupę PKN o około 90 spółek zależnych spoza podstawowego biznesu, których wartość można szacować na kilkaset mln PLN (bez Anwilu i Polkomtela). Prezes poinformował, także iż w 3Q, mimo realizowanej płatności 0,5 mld PLN na rzecz Agrofertu oraz zapłaty 0,5 mld PLN za transzę ropy uzupełniającą zapasy, umocnienie złotego pozwoli na utrzymanie zadłużenia na poziomie 2Q. Zapowiedzi dotyczące 3Q są zgodne z naszymi oczekiwaniami. Wstępnie szacowalibyśmy EBIT detalu na ponad 300 mln PLN. Petrochemia (bez Anwilu) ma szansę wypracować wynik w okolicach zera wobec -180 mln PLN straty w 2Q. W rafinerii spodziewamy się straty liczonej wg. LIFO, aczkolwiek będzie ona neutralizowana przez dodatnie przeszacowanie zapasów na poziomie 180-220 mln PLN.

Prezes zapowiada rozmowy z Rosjanami NT. rurociągu

Prezes Jacek Krawiec zapowiedział zainicjowanie rozmów z Rosjanami w sprawie wznowienia dostaw ropy do Możejek rurociągiem Przyjaźń. Nadal jednak priorytetem jest zbudowanie logistyki opartej o terminal w Kłajpedzie i o rurociągi na Litwie. Na razie jednak Spółka nie otrzymała w tej sprawie wsparcia od rządu Litwy. Rozmowy z Rosjanami nie przyniosą naszym zdaniem żadnego rezultatu, chyba że Orlen zaoferuje coś w zamian, np. usługowy przerób surowca na rzecz rosyjskich koncernów. Na pewno rozmowy należy podjąć, gdyż w pierwszym półroczu Możejki (w sprawozdaniu skonsolidowanym Orlenu) wygenerowały stratę operacyjną wg. LIFO -282 mln PLN (raportowany EBIT -12 mln PLN) i były także na minusie na poziomie EBITDA LIFO, która wyniosła -22 mln PLN.

Przestój w Unipetrolu

Unipetrol poinformował, że z uwagi na problemy w ciągu produkcyjnym poliolefin zakład w Litvinowie będzie musiał dokonać remontu instalacji steam crackera, co wiąże się z nieplanowanym 9-dniowym przestojem. Informacja negatywna, aczkolwiek jej wpływ na wyniki 3Q nie powinien w naszej opinii przekroczyć 10 mln PLN.

Nafta Polska o Anwilu

Według Prezesa Nafty Polskiej, Pana Marka Karabuły, rysuje się taka możliwość, aby inwestor który kupi zakłady zgromadzone w pierwszej grupie chemicznej nabył również Anwil krótko po zakończeniu tego procesu. Prezes Orlenu potwierdził, że technicznie możliwa jest sprzedaż zarówno Polkomtela, jak i Anwilu w tym roku. Uzależnił to jednak od ilości i jakości otrzymanych przez spółkę ofert. Podtrzymujemy naszą opinię, że sprzedaż Anwilu jest możliwa jeszcze w tym roku.

Police (Trzymaj)

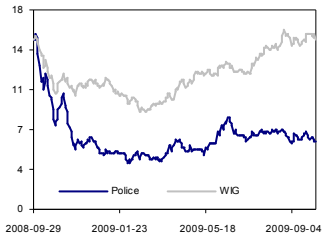
Cena bieżąca: 6,1 PLN **Cena docelowa: 5,9 PLN**

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-04

(mln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana
Przychody	1 824,2	2 403,6	31,8%	1 581,4	-34,2%	1 441,6	-8,8%
EBITDA	235,1	230,1	-2,1%	-184,7		110,5	
marża EBITDA	*12,9%*	*9,6%*		*-11,7%*		*7,7%*	
EBIT	187,5	164,0	-12,5%	-264,8		25,5	
Zysk netto	204,0	28,7	-85,9%	-248,1		8,9	
P/E	2,2	15,9				51,7	
P/CE	1,8	4,8				4,9	
P/BV	0,5	0,5		0,6		0,6	
EV/EBITDA	1,3	2,0				5,5	
Dyield (%)	7,1	0,0		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	75,0
MC (cena bieżąca)	458,3
EV (cena bieżąca)	718,8
Free float	26,2%
Zmiana ceny: 1m	*0,3%*
Zmiana ceny: 6m	*-2,9%*
Zmiana ceny: 12m	*-60,7%*
Max (52 tyg.)	15,6
Min (52 tyg.)	4,2



Police zachowywały się we wrześniu wyjątkowo mocno mimo braku ostatecznej decyzji w sprawie kredytu obrotowego (kluczowego dla dalszego funkcjonowania Spółki). Sentymentu nie psuły także informacje napływające z rynku nawozowego (stagnacja cen, wzrost importu przy coraz atrakcyjniejszym kursie), na którym nie widać szans na szybkie odbicie cen. W kolejnych kwartałach roku w naszej opinii nadal Police nie przekroczą break even z uwagi na utrzymujące się niskie wolumeny sprzedaży, co sygnalizują także inni gracze z branży. Perspektywa niewielkiego dodatniego zysku operacyjnego w przyszłym roku (na pewno nie jest to konserwatywny scenariusz), czyli EBITDA na poziomie około 100 mln PLN nie uzasadnia naszym zdaniem inwestycji w akcje Polic, których wartość po uwzględnieniu prognozowanego długu netto na koniec roku, sięga obecnie prawie 800 mln PLN. Utrzymujemy neutralną rekomendację.

Porozumienie z PGNiG w sprawie płatności

Police podpisały porozumienie z PGNiG, które zakładało zawieszenia płatności za gaz do końca września. Wierzytelności mają być spłacone do 15 października. Na dzień 1 sierpnia dług Polic wobec PGNiG sięgał 84 mln PLN. Dla zabezpieczenia tej kwoty ustanowione zostaną zastawy na majątku Polic. Dług wobec PGNiG to tylko część przeterminowanych zobowiązań Polic, które na koniec czerwca wynosiły 180 mln PLN. Umowa z PGNiG nie zmienia trudnej sytuacji Spółki, której byt zależy obecnie od udzielenia kredytu obrotowego przez PKO BP.

Projekt elektrociepłowni

Police wraz z potencjalnymi partnerami pracują nad projektem budowy na ich terenie elektrociepłowni o mocy 800 MW. Podobno inwestycją interesuje się PGNiG, które mogłoby zaangażować się w budowę bloku gazowo-parowego. Koszt takiego przedsięwzięcia jest szacowany na 1 mld EUR. Wśród potencjalnych partnerów wymieniane są także inne koncerny energetyczne, w tym CEZ i irlandzki ESB. Pomysł projektu był przedstawiany przez Zarząd przy okazji publikacji wyników kwartalnych. W naszej opinii z punktu widzenia Polic oznaczałby możliwość sprzedaży gruntu pod elektrownię, którego wartość Spółka szacowała na 30 mln PLN. Należy jednak pamiętać, że Police musiałyby zobowiązać się do odbioru ciepła z nowego bloku, co przy planowanych wyłączeniach instalacji NPK implikowałoby w perspektywie kilku lat rezygnację z dotychczas funkcjonujących bloków własnej elektrociepłowni. Tymczasem jeszcze niedawno Spółka zamierzała sprzedać swoje aktywa energetyczne inwestorowi branżowemu. W kontekście wspomnianego projektu nie można już liczyć na uwolnienie środków w tego typu transakcji. Warto również zauważyć, że wymieniana kwota 1 mld EUR w relacji do planowanej mocy bloku CCGT wydaje się być zawyżona.

Zarząd oczekuje lekko pozytywnego EBIT w 2010 roku

Prezes Zbigniew Miklewicz oczekuje, że Police w 2010 roku wypracują lekko pozytywny wynik operacyjny i wynik netto. Ocenił także, iż Spółka jest na dobrej drodze pozyskania 190 mln PLN kredytu obrotowego z PKO BP. Police wykorzystują już linię kredytową w kwocie 70 mln PLN na rozliczanie opcji walutowych. Do tej pory zamknięto transakcje z wynikiem -30 mln PLN. Wycena pozostałych otwartych pozycji to -60 mln PLN. W naszych prognozach na 2010 zakładamy 25 mln PLN zysku operacyjnego, co wydaje się być zgodne z oczekiwaniami Zarządu (nie wiadomo jednak czy Prezes uwzględniał w tym ewentualne zyski ze sprzedaży aktywów- w naszych szacunkach nie bierzemy ich pod uwagę).

Optymalizacja mocy produkcyjnych

Police zdecydowały o czasowym ograniczeniu mocy wytwórczych nawozów NPK o 31%, amoniaku o 50%, kwasu fosforowego o 23% oraz kwasu siarkowego o 31%. Decyzja wynika z analizy trendów rynkowych i dostosowuje podaż do obecnego popytu. Powinna także pozwolić na dodatnie marże na sprzedaży. Odciążone linie technologiczne mają pozostać w stanie

gotowości do wznowienia produkcji. W wyniku tej decyzji pracę w Spółce straci 81 osób (pozostali pracujący na tych instalacjach zostaną przesunięci do innych obszarów). Według Zarządu ta optymalizacja powinna przełożyć się na dodatni efekt testu na utratę wartości aktywów segmentu nawozowego o 56 mln PLN. Decyzja oczekiwana i uwzględniana w prognozach. Zwracamy uwagę, iż mimo zapowiedzi Zarządu przywrócenie tych instalacji w przypadku powrotu koniunktury może być trudne z uwagi na wyłączenie ich z procesów remontów już w 1H'09 (stąd takie efekty oszczędności w tym zakresie podawane przez Spółkę). Księgowy efekt testu na utratę wartości nie powinien mieć wpływu na kurs, podobnie jak szacowane przez Zarząd oszczędności kosztów stałych na poziomie 7,5 mln PLN rocznie.

Związki rozpoczęły spór zbiorowy

Wszystkie związki zawodowe ZCH Police rozpoczęły spór zbiorowy z Zarządem Spółki. Związkowcy domagają się zaprzestania zwolnień, realizacji umów ze spółkami zależnymi, odwołanie Zarządu oraz wyciągnięcia konsekwencji wobec winnych obecnej sytuacji. Związkowcy dali Zarządowi czas do 2 października na przeprowadzenie negocjacji. Zarząd zapowiedział rozpoczęcie rozmów. W tym roku wg. założeń planu restrukturyzacyjnego zwolnienia mają objąć około 380 osób (200 osobom nie zostanie przedłużona umowa na czas określony). Ewentualny strajk mógłby zaszkodzić procesowi pozyskania kredytu od PKO BP, który poręcza Agencja Rozwoju Przemysłu. Wcześniej bowiem ARP warunkowała swoje poręczenie m.in. porozumieniem ze związkami zawodowymi.

ZA Puławy (Trzymaj)

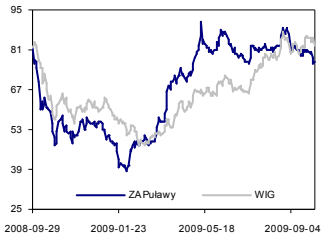
Cena bieżąca: 76,8 PLN **Cena docelowa: 82,7 PLN**

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-28

(mln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana
Przychody	2 503,5	2 413,0	-3,6%	2 148,2	-11,0%	2 370,4	10,3%
EBITDA	432,8	471,1	8,9%	173,8	-63,1%	234,7	35,1%
marża EBITDA	*17,3%*	*19,5%*		*8,1%*		*9,9%*	
EBIT	358,7	402,9	12,3%	102,7	-74,5%	156,0	51,8%
Zysk netto	330,8	259,7	-21,5%	127,7	-50,8%	143,8	12,6%
P/E	4,4	5,7		11,5		10,2	
P/CE	3,6	4,5		7,4		6,6	
P/BV	1,0	0,9		0,8		0,8	
EV/EBITDA	2,2	1,6		5,8		4,7	
Dyield (%)	2,2	5,6		5,4		2,6	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	19,1
MC (cena bieżąca)	1 468,0
EV (cena bieżąca)	1 007,6
Free float	29,2%
Zmiana ceny: 1m	*-4,6%*
Zmiana ceny: 6m	*6,7%*
Zmiana ceny: 12m	*0,4%*
Max (52 tyg.)	90,5
Min (52 tyg.)	38,1



Sytuacja na rynku nawozowym nie nastraja optymizmem, stąd ostatnie spadki kursu ZAP nie powinny być zaskoczeniem (-9% we wrześniu wobec -0,6% indeks WIG). Wsparcie dla notowań cały czas stanowią oczekiwania wysokiej dywidendy (przy założeniu wypłaty całego zysku netto dawałoby to ponad 10 PLN na akcję, czyli yield 12,5%- a możliwa byłaby także dodatkowa wypłata z kapitału zapasowego). Zwracamy jednak uwagę, że aktualnie jest to jedyny argument za trzymaniem akcji ZAP (gotówka netto wynosi 28 PLN na akcję) i w kontekście oczekiwanych bardzo słabych wyników w najbliższych kwartałach (łącznie ze stratą operacyjną) sygnalizujemy potencjał do obniżenia naszej rekomendacji. Do decyzji WZA w sprawie wypłaty z zysku pozostawiamy jednak zalecenie trzymaj.

Plany inwestycji, a w tle konkurs na Zarząd

Zarząd zapowiedział, że w nowym roku obrotowym ZAP zamierzają wydać na inwestycje ponad 400 mln PLN. Wśród największych realizowanych projektów wymieniono ciąg tlenownia-amoniak-mocznik o łącznych kosztach 200 mln PLN oraz instalacje odsiarczania do elektrociepłowni o wartości 200-250 mln PLN. Zapowiedziano również, że Spółka ma zamiar pozyskać ze sprzedaży jednostek redukcji emisji podtlenku azotu w tym roku kilkanaście mln EUR. Tymczasem, Rada Nadzorcza ogłosiła konkurs na Zarząd ZAP, gdyż kadencja obecnego upływa wraz z zakończeniem ZWZ, które odbędzie się w listopadzie. Wśród wymienionych inwestycji najważniejszym projektem jest zwiększenie mocy mocznika o 280 tys. ton i poprawa efektywności wykorzystania gazu w tym procesie. W naszym modelu zakładaliśmy pełne uruchomienie tego ciągu w połowie roku obrotowego 2010-11 i wydaje się, że ten termin jest jeszcze realny.

Brak porozumienia gazowego wpłynie na dostawy dla chemii

W przypadku braku porozumienia w sprawie dodatkowych wolumenów gazu z Rosji, już w listopadzie chemiczne firmy mogą doświadczyć obniżenia dostaw surowca. PGNiG szacuje, że deficyt gazu w 4Q'09 może sięgnąć 0,5 mld m^3, a w 1Q'10 może to być nawet 1 mld m^3. Choć jest jeszcze za wcześnie na dyskontowanie braku porozumienia z Rosją, to rzeczywiście taki scenariusz byłby negatywny w szczególności dla spółek nawozowych.

MSP prawdopodobnie za wyższą dywidendą

Wiceminister skarbu Adam Leszkiewicz poinformował, że resort analizuje propozycję Zarządu dotyczącą wypłaty 2,55 PLN dywidendy, ale wydaje się że będzie wnioskował o wyższą wypłatę. Podtrzymujemy nasza opinię, iż w kontekście planowanej na 2010 prywatyzacji Spółki, resort będzie wnioskował co najmniej wypłacenie całego zysku netto, czyli 10,2 PLN na akcję. Istnieje jednak możliwość także wyższej wypłaty z kapitału zapasowego.

Aneks do umowy na dostawy węgla

ZA Puławy podpisały aneks do umowy z LW Bogdanka na dostawy węgla. Umowa obniża cenę węgla w okresie wrzesień-grudzień 2009 i zmienia zakontraktowane ilości na rok 2009. Wprowadzenie tych zmian obniży w tym okresie koszty zakupu węgla o ok. 2 mln PLN.

Górnictwo węgla

LW Bogdanka (Trzymaj)

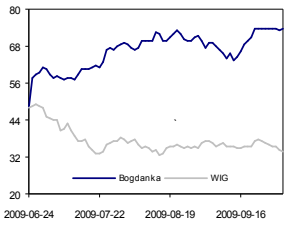
Cena bieżąca: 73,7 PLN **Cena docelowa: 68 PLN**

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-03

(mln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana
Przychody	862,5	1 033,3	19,8%	1 163,0	12,6%	1 184,0	1,8%
EBITDA	243,4	339,6	39,5%	385,9	13,6%	377,9	-2,1%
marża EBITDA	*28,2%*	*32,9%*		*33,2%*		*31,9%*	
EBIT	121,4	203,5	67,7%	236,3	16,2%	189,1	-20,0%
Zysk netto	94,1	156,0	65,8%	184,1	18,0%	141,9	-22,9%
P/E	18,0	10,9		13,6		17,7	
P/CE	7,8	5,8		7,5		7,6	
P/BV	1,8	1,5		1,5		1,4	
EV/EBITDA	7,0	5,0		6,0		6,8	
Dyield (%)	2,9	0,3		3,5		0,7	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	34,0
MC (cena bieżąca)	2 506,8
EV (cena bieżąca)	2 330,6
Free float	33,0%
Zmiana ceny: 1m	*7,0%*
Zmiana ceny: 6m	
Zmiana ceny: 12m	
Max (52 tyg.)	73,9
Min (52 tyg.)	48,0



Sytuacja na rynku węgla, pomimo rosnących zapasów jest dość stabilna, co pozwala z optymizmem patrzeć na wyniki spółki w 3Q. Oczekujemy, że po trzech kwartałach spółka zbliży się do rocznej prognozy zarządu. W naszej ocenie kluczowym parametrem opisującym 2H br. będzie wolumen sprzedaży. Wyniki pierwszego półrocza zostały osiągnięte przy sprzedaży na poziomie 2,32 mln ton. Zarząd deklaruje, że tegoroczna prognoza na poziomie 5,3 mln ton zostanie zrealizowana, co potwierdza sprzedaż w lipcu i sierpniu na poziomie 1 mln ton. Oznacza to, że nawet przy rosnących kosztach (realizacja kolejnych etapów inwestycji w polu Stefanów) i niższych cenach sprzedaży węgla (obniżka o 4,5%) większy o 1 mln ton wolumen sprzedaży i brak zdarzeń jednorazowych powinny spółce zapewnić lepszy wynik niż w 1H2009. Przy obecnej cenie podtrzymujemy rekomendację trzymaj z ceną docelową 68 PLN za akcję.

PGE bliska podjęcia decyzji ws. budowy elektrowni w Lublinie

Polska Grupa Energetyczna jest bliska podjęcia decyzji w sprawie budowy elektrowni (1,6 GW) w Lublinie, w której dostawcą paliwa byłaby kopalnia Bogdanka. Potencjalnie bardzo pozytywna informacja dla spółki. Inwestycja gwarantowałaby odbiór węgla z Pola Stefanów.

Dofinansowanie inwestycji z budżetu państwa?

Spółka che wystąpić do Ministerstwa Gospodarki o dofinansowanie z przyszłorocznego budżetu projektu inwestycyjnego w zakład uzdatniania węgla na kwotę 100 mln PLN. Z niepotwierdzonych jeszcze informacji wynika, że w przyszłorocznym budżecie zapisano 400 mln PLN na dofinansowanie inwestycji związanych z produkcją węgla. O takie dopłaty aplikują wszyscy krajowi producenci. Kompania Węglowa wnioskuje o 300-400 mln PLN. Dlatego wydaje nam się, że zważywszy na dobrą sytuację finansową Bogdanki, Ministerstwo wesprze przede wszystkim słabsze podmioty (KW, KHW), które nie są w stanie same finansować inwestycji rozwojowych. Nie zakładamy w prognozie takiego dofinansowania, możliwe pozytywne zaskoczenie ale mało prawdopodobne.

Telekomunikacja

Operatorzy obniżają koszty

Polkomtel zakończył negocjacje w sprawie nowych warunków handlowych z poszczególnymi dystrybutorami doładowań pre-paid. Porozumienia zaakceptowali wszyscy dystrybutorzy. W wyniku tego doładowania dostępne są w całej dotychczasowej sieci sprzedaży. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami dystrybutorzy zgadzają się na nowe warunki współpracy (brak szczegółów), co Polkomtelowi, a w ślad za nim innym operatorom (Centertel już obniżył stawki płacone części dystrybutorom) pozwoli na redukcję części kosztów sprzedaży. Nie znamy nowych warunków dlatego trudno jest nam określić o ile uda się obniżyć koszty operatorowi. Podtrzymujemy opinię, że w 1H2009 agresywna konkurencja ze strony Play – uderzyła w wyniki operatorów – 2H2009 przyniesie jednak pozytywne zaskoczenie dzięki dopasowaniu kosztów do nowej rzeczywistości.

E&Y: TP zawyża ceny dostępu do swojej sieci

Audyt największego operatora robiony jest co roku. Zleca go UKE firmie wybranej w przetargu. Po raz pierwszy od kilku lat audytor zakwestionował sposób wyliczenia kosztów przez TPSA. E&Y uznał, że w większości przypadków największy gracz zawyża wyliczone przez siebie koszty: koszt abonamentu za analogowe łącze w ramach usługi WLR TSPA wyliczyła na 28,37 PLN, zdaniem audytora powinno to być 7,07 PLN; z BSA (dzierżawienie kabla internetowego): TP - ok. 21 PLN, audytor - zaledwie 1,60 PLN. Koszt LLU to zdaniem byłego monopolisty 28 PLN, zdaniem Ernst & Young 7 PLN**.** Według E&Y różnice głównie biorą się z tego, że operator wrzuca w koszty wszystkie łącza, które ma, a nie tylko te, które są aktywne. Wyniki audytu są niekorzystne dla TP. Fakt, że TP zawyża swoje koszty było oczywiste, jednak stawiki wyliczone przez E&Y – szczególnie jeśli chodzi o BSA wydają się nam zupełnie irracjonalne – porównując je ze stawkami w innych krajach. Należy pamiętać, że stawki obecnie obowiązujące w TP zostały wyliczone przez UKE na podstawie benchmarku dla trzech najniższych stawek obowiązujących u operatorów narodowych w Europie. Przyjęcie stawek wyliczonych przez E&Y oznaczałoby, że TPSA jest niebywale tanim i efektywnym operatorem, co oczywiście jest nieprawdą. Naszym zdaniem brak uściślonej metodologii szacowania kosztów jest tu głównym problemem. Jeśli jedna instytucja audytująca z roku na rok podaje skrajnie inne szacunki to naszym zdaniem wartość tych wyliczeń nie powinna być uwzględniona przez UKE.

Netia (Trzymaj)

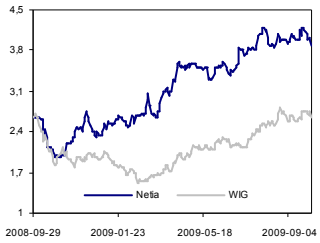
Cena bieżąca: 3,9 PLN **Cena docelowa: 4,1 PLN**

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-08-06

(mln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana
Przychody	838,0	1 112,4	32,7%	1 487,6	33,7%	1 524,0	2,4%
EBITDA	170,7	170,6	0,0%	274,1	60,6%	287,1	4,7%
marża EBITDA	*20,4%*	*15,3%*		*18,4%*		*18,8%*	
EBIT	-103,8	-99,7	-4,0%	-15,7	-84,3%	1,3	
Zysk netto	-268,9	230,6		-22,7		8,9	
P/E		6,6				170,5	
P/CE	268,5	3,0		5,7		5,1	
P/BV	0,9	0,8		0,8		0,8	
EV/EBITDA	9,1	7,7		4,9		4,5	
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	389,2
MC (cena bieżąca)	1 513,9
EV (cena bieżąca)	1 350,7
Free float	100,0%
Zmiana ceny: 1m	*-1,5%*
Zmiana ceny: 6m	*10,8%*
Zmiana ceny: 12m	*47,3%*
Max (52 tyg.)	4,2
Min (52 tyg.)	2,0



Przed nami ostatni kwartał, kiedy Netia będzie mogła pochwalić się wysoką dynamiką wzrostu przychodów związanego z efektem bazy po przejęciu Tele2 Polska. Segmenty detaliczne, w których koncentruje się strategia Netii - szerokopasmowy dostęp do internetu i WLR - będą coraz trudniejsze ze względu na działania konkurencji (przede wszystkim telefonii komórkowej) i nasycanie się rynku. W obszarze BSA spółka utrzymuje wysoki 63% udział, a w WLR 65% (spadek o 10 pkt. proc. r/r). W najbliższych latach poprawę EBITDA upatrujemy głównie po stronie redukcji kosztów i tu pozytywnie oceniamy obecne działania zarządu (redukcja zatrudnienia). Zwracamy uwagę na to, że na bazie naszych prognoz FCF/EV dla spółki przekracza poziom 10% dopiero w roku 2011, w przypadku TPSA już teraz wynosi blisko 14%. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

TP SA (Kupuj)

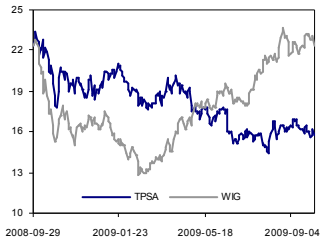
Cena bieżąca: 15,7 PLN **Cena docelowa: 19,4 PLN**

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-07-31

(mln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana
Przychody	18 244,0	18 165,0	-0,4%	16 964,6	-6,6%	16 477,4	-2,9%
EBITDA	7 721,0	7 630,0	-1,2%	6 627,2	-13,1%	6 667,1	0,6%
marża EBITDA	*42,3%*	*42,0%*		*39,1%*		*40,5%*	
EBIT	3 282,0	3 313,0	0,9%	2 412,5	-27,2%	2 586,3	7,2%
Zysk netto	2 273,0	2 188,0	-3,7%	1 583,1	-27,6%	1 826,8	15,4%
P/E	9,7	9,8		13,2		11,5	
P/CE	3,3	3,3		3,6		3,5	
P/BV	1,2	1,2		1,3		1,3	
EV/EBITDA	3,5	3,5		4,0		3,7	
Dyield (%)	12,1	10,8		9,6		9,1	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	1 335,6
MC (cena bieżąca)	20 969,7
EV (cena bieżąca)	26 186,7
Free float	46,0%
Zmiana ceny: 1m	*-4,3%*
Zmiana ceny: 6m	*-19,9%*
Zmiana ceny: 12m	*-31,3%*
Max (52 tyg.)	22,8
Min (52 tyg.)	14,4



Podtrzymujemy opinię, że 2Q to apogeum złych informacji ze spółki. W sierpniu zapadła kluczowa dla TP decyzja w sprawie zawieszenia procesu podziału funkcjonalnego TP. Umocnienie PLN w stosunku do EUR i USD obniży koszty interkonektu międzynarodowego, zakupu sprzętu (w 1H2009 wzrost o 200 mln PLN r/r) i wynajmu części powierzchni biurowej. Decyzja UKE zmniejszy asymetrię stawek MTR w telefonii komórkowej, co ogranicza działania konkurencyjne Play. Ostatnim czynnikiem ryzyka „wiszącym" nad TP pozostaje spór z DPTG, które żąda 840 mln EUR odszkodowania. Naszym zdaniem, żądana kwota jest elementem strategii procesowej i ostatecznie (decyzja w 4Q2009) nie przekroczy 100 mln EUR. Podtrzymujemy pozytywną rekomendację dla akcji spółki.

MSP sprzeda 4,15% akcji TPSA w 2010 r.

Ministerstwo Skarbu Państwa zdecydowało o przełożeniu sprzedaży resztówki 4,15 proc. akcji TP na 2010 r. Informacja zgodna z naszymi oczekiwaniami. Obecna cena rynkowa jest nieakceptowana przez MSP. Nie oczekujemy, żeby FT było skłonne płacić 20% premię do rynku za mniejszościowy pakiet.

Zmiany w zarządzie

Rada Nadzorcza TP powołała na stanowisko członka zarządu spółki Vincenta Lobry, który będzie wiceprezesem ds. marketingu i strategii. Mariusz Gaca został nowym prezesem PTK Centertel. Dotychczasowa prezes Centertela, Grażyna Piotrowska-Oliwa, zdecydowała o odejściu z grupy TP. Z przyczyn osobistych rezygnację z prac w zarządzie TP złożył Richard Shearer, który odpowiadał za obszar rynku masowego. TP podała, że nowa struktura zarządu ma związek z przygotowaniami do nowej strategii. To już kolejne zmiany w zarządzie operatora (wcześniej odwołano osobę odpowiedzialną za negocjacje z UKE). Piotrowska-Oliwa była osobą skonfliktowaną z Prezes Streżyńską z UKE, co wielokrotnie podnosiły media. Ostatnie działania Rady Nadzorczej wskazują, że France Telecom przejęło inicjatywę i chce zakończenia sporu z regulatorem usuwając z zarządu osoby „toksyczne" w tych relacjach. Jest to tylko nasza spekulacja. Naszym zdaniem osiągnięcie porozumienia jest w interesie TP. Prawdopodobnie gdyby zostały podjęte takie działania dwa lata wcześniej eskalacja oczekiwań UKE nie byłaby tak dotkliwa.

Zobowiązania inwestycyjne TP zgodne z oczekiwaniami

Zgodnie z wypowiedzią Prezesa Wituckiego w ciągu 2,5-3 lat TP chce zainwestować dodatkowo 3 mld PLN w rozwój infrastruktury telekomunikacyjnej. To efekt działań UKE i ceny jaką TP płaci za odstąpienie UKE od podziału funkcjonalnego operatora. Naszym zdaniem wymieniona kwota powinna zostać pozytywnie przyjęta przez inwestorów. W naszych dotychczasowych prognozach zakładaliśmy dodatkową kwotę 2,2 mld PLN w ciągu 3 lat, a w okresie 5 lat kwotę 3,9 mld PLN (przesunięcia w układzie rocznym w niewielkim stopniu wpływają na wycenę). Przy naszych prognozach spółka nadal powinna generować ok. 3 mld PLN FCF, co przy obecnej cenie implikuje yield brutto dla akcjonariuszy na poziomie 13,5%.

TPSA nie zgadza się z zastrzeżeniami audytora

TP nie zgadza się z oceną Ernst&Young, który jako audytor jej sprawozdania regulacyjnego ocenił, że zawyża ona niektóre koszty, co wpływa na ceny dla operatorów alternatywnych. W komunikacie spółka zaznaczyła, że nie może zaakceptować takiego rozwiązania. Problem z audytem E&Y polega na tym, że badający koszty TP przyporządkował wszystkie koszty ogólne (sprzedaży, zarządu, nawet utrzymania kanalizacji) do części detalicznej. W efekcie w części hurtowej koszt utrzymania jednego łączą jest bardzo niski. Jednocześnie audytor sugeruje, że abonament detaliczny powinien być w TP wyższy niż obecnie o ok. 20%. Logiczna sprzeczność polega na tym, że teoretycznie na bazie kosztów w części hurtowej TP powinna udostępniać

infrastrukturę innym operatorom. Oznaczałoby to, że operatorzy alternatywni mogą zaoferować znacząco niższy abonament (WLR) klientowi niż obecnie, a TP powinna jeszcze podwyższyć cenę swojego abonamentu dla klienta końcowego. W efekcie abonament TP byłby o 100% wyższy niż konkurentów, co oznaczałoby utratę tychże klientów. Na końcu TP byłaby centrum kosztów a operatorzy gigantycznych zysków. Prezes UKE, w komentarzu do wyników audytu zwróciła uwagę, że zgadza się z tezą, że TP zawyża koszty, ale poziomy wyliczone przez audytora są nierealne.

Internet satelitarny od TP

TP we współpracy z SES Astra SA uruchomiła usługę satelitarnego dostępu do internetu. Operator oferuje internet satelitarny w ramach umowy na czas nieokreślony, w trzech prędkościach: 512 kb/s, 1 Mb/s i 2 Mb/s. W zależności od opcji miesięczna opłata to 149 PLN, 199 PLN lub 349 PLN miesięcznie. W ramach usługi klient kupuje od TP zestaw obejmujący antenę satelitarną, modem, konwerter oraz urządzenie wspomagające Point&Play. Koszt zestawu to 1599 PLN. Usługa ma charakter niszowy i nie wpływa na wycenę akcji.

Media

Nowe prognozy ZenithOptimedia dla polskiego rynku reklamowego

Według najnowszych prognoz przygotowanych przez ZenithOptimedia rynek reklamowy w Polsce skurczy się o 6%, podczas gdy wcześniejsze założenia mówiły o 4,2% spadku. Jednocześnie w przyszłym roku wzrost rynku reklamowego ma wynieść 0,9%. Odbicie w wydatkach reklamowych ma nastąpić dopiero w 2011 roku kiedy to ZenithOptimedia prognozuje 8% wzrost. Nasze prognozy pozostają wciąż bardziej konserwatywne od założeń ZenithOptimedia. Szacujemy, ze w tym roku rynek reklamowy skurczy się o około 12%, a w przyszłym będziemy mieli dynamikę w okolicach 0%. Wydaje nam się, że scenariusz osiągnięcia przez rynek reklamowy już w 2011 roku wyższej wartości niż w rekordowym 2008 roku może być bardzo trudne w realizacji.

Agora (Akumuluj)

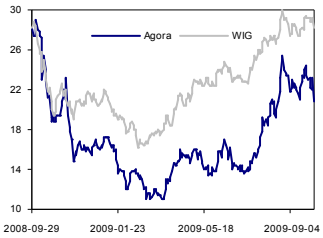
Cena bieżąca: 20,8 PLN **Cena docelowa: 24,1 PLN**

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-04

(mln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana
Przychody	1 272,3	1 277,7	0,4%	1 138,0	-10,9%	1 148,3	0,9%
EBITDA	198,6	128,4	-35,3%	125,3	-2,4%	158,1	26,2%
marża EBITDA	*15,6%*	*10,0%*		*11,0%*		*13,8%*	
EBIT	120,3	44,6	-62,9%	41,1	-7,9%	73,6	79,1%
Zysk netto	100,3	23,4	-76,7%	33,9	44,9%	61,9	82,6%
P/E	11,4	48,8		32,1		17,6	
P/CE	6,4	10,7		9,2		7,4	
P/BV	0,9	1,0		0,9		0,9	
EV/EBITDA	4,8	8,1		7,9		5,8	
Dyield (%)	1,6	0,0		1,6		2,8	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	52,4
MC (cena bieżąca)	1 089,6
EV (cena bieżąca)	986,8
Free float	64,1%
Zmiana ceny: 1m	*-5,0%*
Zmiana ceny: 6m	*40,4%*
Zmiana ceny: 12m	*-24,0%*
Max (52 tyg.)	29,1
Min (52 tyg.)	11,0



W ostatnich kilku dniach akcje Agory uległy istotnej przecenie. Choć rynek reklamowy pozostanie według nas słaby nie tylko w tym roku, ale również w następnym to Agora dzięki przeprowadzonej restrukturyzacji zatrudnienia, a także korzystnemu kształtowaniu się kursu EUR ma szansę na sporą poprawę wyników bez odbicia na rynku reklamowym. Choć wycena spółki wydaje się wymagająca na wskaźniku P/E to zwracamy uwagę na wciąż istotne dyskonto na wskaźniku EV/EBITDA, co przy stabilne polityce dywidendowej spółki oraz przeprowadzanych skupach akcji ma naszym zdaniem kluczowe znaczenie. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Sprzedaż dzienników w lipcu

Sprzedaż *Gazety Wyborczej* spadła w lipcu o 9,9%. W tym samym czasie sprzedaż *Dziennika* spadła o 46,6%, a *Rzeczpospolitej* o 11%. Lepiej radziły sobie tabloidy: sprzedaż *Faktu* spadła o 5,3%, a *Super Expressu* o 4,6%. Jednocześnie zmalał w porównaniu z poprzednimi miesiącami udział innych form rozpowszechniania z 14,0% w czerwcu do 9,3% w lipcu. Dane sprzedażowe wciąż są lepsze od naszych założeń dotyczących tegorocznego tempa spadku sprzedaży *Gazety*. W prognozach zakładamy tegoroczną ujemną dynamikę sprzedaży na poziomie 9,7%, podczas gdy za siedem miesięcy roku skumulowana dynamika wynosi 7,6%. Pozytywnie należy również odbierać zmniejszenie znaczenia innych form rozpowszechniania.

Cyfrowy Polsat (Trzymaj)

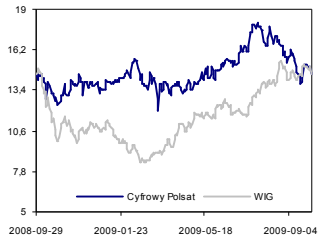
Cena bieżąca: 14,5 PLN **Cena docelowa: 14,55 PLN**

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-29

(mln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana
Przychody	796,7	1 136,3	42,6%	1 351,4	18,9%	1 446,0	7,0%
EBITDA	165,9	347,8	109,6%	389,9	12,1%	491,9	26,2%
marża EBITDA	*20,8%*	*30,6%*		*28,9%*		*34,0%*	
EBIT	145,1	324,3	123,4%	361,0	11,3%	462,2	28,0%
Zysk netto	113,4	269,8	137,8%	296,2	9,8%	381,5	28,8%
P/E	34,3	14,4		13,1		10,2	
P/CE	29,0	13,3		12,0		9,5	
P/BV	63,6	13,1		9,4		6,5	
EV/EBITDA	22,7	10,7		9,2		7,1	
Dyield (%)	0,0	1,0		4,6		5,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	268,3
MC (cena bieżąca)	3 890,7
EV (cena bieżąca)	3 600,0
Free float	31,8%
Zmiana ceny: 1m	*-7,8%*
Zmiana ceny: 6m	*3,8%*
Zmiana ceny: 12m	*0,7%*
Max (52 tyg.)	18,1
Min (52 tyg.)	12,0



Najbliższe miesiące mogą okazać się ciężkie dla Cyfrowego Polsatu ze względu na zaostrzającą się konkurencję na rynku płatnej telewizji. Większe zagrożenie widzimy przy tym ze strony zorientowanej na wzrost za wszelką cenę platformie 'n' niż startującej platformie telewizji publicznej. W przypadku tej drugiej widzimy prawdopodobieństwo, że pomysł umrze śmiercią naturalną po odejściu byłego prezesa, a sam biznes plan platformy TVP wydaje się niedopracowany. Mimo to wzrost konkurencji wydaje się być faktem i mimo poprawy sytuacji od strony kursów walutowych otoczenie gospodarcze pozostaje dla spółki bardzo niesprzyjające. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Rusza platforma cyfrowa Telewizji Polskiej

Telewizja Polska uruchomiła pierwszą, bezpłatną część platformy cyfrowej. 15 grudnia ma zostać uruchomiona jej płatna część. Zdaniem prezesa Piotra Farfała model biznesowy płatnej części platformy będzie zakładał opłacanie przez klienta pojedynczych kanałów. Docelowo TVP chce mieć około 20 kanałów płatnych. W ofercie bezpłatnej TVP zaoferuje programy: TVP1, TVP2, TVP Info, TVP Sport, TVP HD, TVP Kultura, TVP Historia, TVP Polonia oraz kanały TV Puls i TV Trwam, które wynajmują od TVP miejsce na transponderach satelitarnych. Niebawem oferta kanałów ma poszerzyć się o TVP Seriale, który według słów Farfała w 80 proc. składać się będzie z seriali, 20 proc. z filmów fabularnych. Dostęp do kanałów Polsat, Polsat2, TVN, TVN7 tzw. free-to-view możliwy będzie po wniesieniu jednorazowej opłaty 50 zł pokrywającej koszty karty abonenckiej. Prezes TVP szacuje, że w ciągu roku od uruchomienia liczba sprzedanych kart abonenckich sięgnie 700-900 tys. Odmówił komentarza na temat terminu osiągnięcia przez platformę rentowności. Plan osiągnięcia w ciągu roku 700-900 użytkowników wydaje się w obecnej sytuacji na rynku płatnej telewizji więcej niż ambitny, nawet jeśli ta liczba miałaby również wliczać użytkowników część bezpłatnej. Niemniej jednak oferta wydaje się konkurencyjna w stosunku do pakietu mini w Cyfrowym Polsacie. Wydaje się, że ostatnia decyzja spółki o wzbogaceniu oferty pakietu mini była właśnie podyktowana planami wejścia konkurencji. Platforma TVP uderza też w ofertę Telewizji Na Kartę promowaną przez platformę 'n'. Naszym zdaniem może to oznaczać ciężki okres dla platform cyfrowych, tym bardziej, że tempo wzrostu rynku w trzecim kwartale (wzrost o 61 użytkowników netto w pakiecie familijnym Cyfrowego Polsatu, wzrost o 8 tys. klientów pakietów platformy 'n') nie należało do dynamicznych.

TVN (Akumuluj)

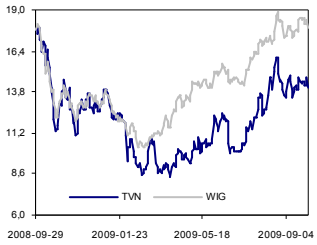
Cena bieżąca: 14,1 PLN **Cena docelowa: 16 PLN**

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-04

(mln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana
Przychody	1 554,7	1 897,3	22,0%	2 163,3	14,0%	2 451,5	13,3%
EBITDA	552,6	711,4	28,7%	627,1	-11,8%	631,2	0,7%
marża EBITDA	*35,5%*	*37,5%*		*29,0%*		*25,7%*	
EBIT	480,5	631,9	31,5%	463,8	-26,6%	406,2	-12,4%
Zysk netto	241,8	363,7	50,4%	321,4	-11,6%	267,6	-16,7%
P/E	20,2	13,5		15,1		18,2	
P/CE	15,5	11,1		10,0		9,9	
P/BV	3,4	3,0		2,8		2,6	
EV/EBITDA	10,1	8,3		11,3		11,3	
Dyield (%)	2,7	2,5		4,1		3,3	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	346,4
MC (cena bieżąca)	4 867,3
EV (cena bieżąca)	7 085,3
Free float	38,4%
Zmiana ceny: 1m	*4,9%*
Zmiana ceny: 6m	*44,3%*
Zmiana ceny: 12m	*-21,4%*
Max (52 tyg.)	17,9
Min (52 tyg.)	8,4



We wrześniu akcje TVN tylko nieznacznie odzyskały na wartości po mocnej sierpniowej przecenie. Uwzględniamy ryzyko głównego akcjonariusza, które objawia się prawdopodobną dalszą podażą akcji ze strony ITI, jednak podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Oglądalność stacji telewizyjnych w sierpniu

Sierpień był kolejnym miesiącem spadku oglądalności głównego kanału TVN, która obniżyła się z 13,0% do 12,5%. Z czterech głównych stacji telewizyjnych tylko Polsat był w stanie utrzymać zeszłoroczny poziom (14,3%). Kanały telewizji publicznej (TVP1, TVP2) zanotowały spadek oglądalności głębszy od TVN. W ramach Grupy TVN dobrze radziły sobie stacje taktyczne. Szczególnie widoczna jest poprawa w TVN7, gdzie oglądalność wzrosła z 1,6% do 2,2% dzięki czemu oglądalność w ramach całej Grupy TVN spadła jedynie nieznacznie z 19,0% do 18,9%. Udział w oglądalności w grupie docelowej spadał w TVN z 16,3% do 15,4%. Pozostałe straciły zdecydowanie więcej widzów.

TV Puls z nową koncesją

KRRiTV przychyliła się do wniosku TV Puls i zwolniła stację z wcześniejszych ograniczeń w wykonywaniu koncesji nakładającej na stację konieczność utrzymywania programów informacyjnych i publicystycznych oraz określonej liczby godzin programów o tematyce rodzinnej, społecznej i religijnej. Rozszerzona koncesja pomoże spółce w większym stopniu skomercjalizować ramówkę i w większym stopniu przystosować ją do wymogów walki konkurencyjnej. Decyzję KRRiTV należy uznać za spory sukces TV Puls, jednak bez niezbędnego finansowania ze strony inwestora strategicznego Pulsowi może być ciężko przekuć go w sukces biznesowy.

Obniżenie ratingu

Agencja ratingowa Standard&Poor's obniżyła swoją długoterminową ocenę kredytową dla TVN z BB do BB- podtrzymując negatywną perspektywę. Jednocześnie obniżony został rating w stosunku do niezabezpieczonych obligacji o wartości 500 mln PLN (z BB do B+) oraz 215 mln EUR obligacji Senior Notes (z BB- do B+). Zmiana ratingu Standard & Poor's jest wynikiem zwiększonej dźwigni TVN, co jest związane z pełną konsolidacją EBITDA platformy cyfrowej "n" oraz odzwierciedla obawy Standard & Poor's, że płynność TVN może w słabnąć w krótkim i średnim okresie ze względu na rozwój platformy cyfrowej "n". Obniżenie ratingu jest konsekwencją rosnącego zadłużenia spółki (na koniec półrocza dług netto przekroczył 1,9 mld PLN). Pogorszenie ratingu nie wpływa jednak na wymagalność zobowiązań i z tego względu nie będzie wpływać na finansowanie Grupy przynajmniej do 2013 roku kiedy to finansowanie wygasa.

WSiP (Trzymaj)

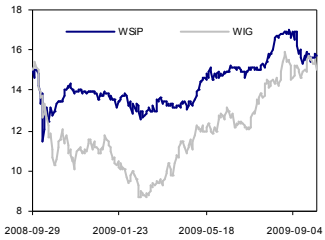
Cena bieżąca: 15,7 PLN **Cena docelowa: 17,2 PLN**

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-03

(mln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana
Przychody	224,9	198,2	-11,9%	196,2	-1,0%	198,2	1,0%
EBITDA	34,6	50,0	44,5%	41,2	-17,6%	42,7	3,6%
marża EBITDA	*15,4%*	*25,2%*		*21,0%*		*21,5%*	
EBIT	29,8	46,3	55,1%	37,2	-19,7%	38,6	3,8%
Zysk netto	49,2	39,1	-20,5%	30,5	-22,1%	32,0	5,2%
P/E	8,4	9,9		12,8		12,1	
P/CE	7,7	9,1		11,3		10,8	
P/BV	3,4	3,5		3,8		3,8	
EV/EBITDA	10,0	7,2		8,5		8,2	
Dyield (%)	6,8	11,5		10,1		7,8	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	24,8
MC (cena bieżąca)	388,7
EV (cena bieżąca)	350,6
Free float	0,0%
Zmiana ceny: 1m	*-7,0%*
Zmiana ceny: 6m	*18,5%*
Zmiana ceny: 12m	*4,7%*
Max (52 tyg.)	17,0
Min (52 tyg.)	11,5



Wyznaczona w wezwaniu cena skupu akcji własnych nie wydaje nam się specjalnie atrakcyjna i najprawdopodobniej nie uda się wykorzystać całości środków przeznaczonych na buyback. Spółka wkracza obecnie w kluczowy okres decydujący o tym czy uda się spieniężyć kapitał obrotowy powiększony w związku z inwestycjami pod podręczniki zgodne z nowymi ramami programowymi. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Zarząd podtrzymuje tegoroczne prognozy

Zdaniem zarządu pierwsze półrocze nie wpływa na realność tegorocznych prognoz wyników i spółka podtrzymuje swoje założenia dotyczące m.in. osiągnięcia 30 mln PLN zysku netto na sprawozdaniu jednostkowym.

Cena w wezwaniu ustalona na 15,3 PLN

Spółka poinformowała, ze dokona skupu do 2,875 mln akcji własnych stanowiących 11,62% kapitału zakładowego i głosów na WZA. Cena skupu akcji została ustalona na poziomie 15,3 PLN. Cena jest istotnie niższa od naszych oczekiwań. Naszym zdaniem istnieje duże prawdopodobieństwo, że WSiP nie wyczerpią całego limitu przeznaczonego na skup (44 mln PLN) i część tej kwoty pozostanie w spółce.

Sektor IT

Krótkie listy w przetargach na OST 112 i pl.ID

Według informacji PAP Sygnity, Comp i ATM znalazły się na krótkiej liście w przetargu na wdrożenie telefonu alarmowego 112. Budżet potencjalnego kontraktu wynosi 165 mln PLN, a termin zakończenia prac to grudzień 2011 roku. Z kolei w przypadku pl.ID na krótkiej liście znalazły się Sygnity, Asseco Poland i HP. Projekt ten ma zostać wdrożony do końca 2013 roku, a jego budżet to 370 mln PLN. Należy zaznaczyć, że pl.ID będzie podzielony na mniejsze moduły i powyższa krótka lista dotyczy prac za około 40 mln PLN. Rozstrzygnięcia przetargu na OST 112 spodziewamy się pod koniec miesiąca. Z około miesięcznym opóźnieniem rozstrzygnięty powinien zostać pierwszy etap przetargu na elektroniczny dowód osobisty. W pierwszym przetargu widzimy lekką przewagę po stronie ATM i Sygnity. W drugim faworytem może stać się Asseco jeśli pokaże synergie płynące z połączenia pl.ID z wykonywanym obecnie Cepikiem.

Dystrybutorzy IT z nadzieją o drugim półroczu

Według wypowiedzi przedstawicieli AB, Actionu i ABC Daty w wypowiedzi dla Rzeczpospolitej uznali, że drugie półrocze wskazuje na nieznaczne polepszenie koniunktury w branży, choć wciąż sytuacja jest skomplikowana, a spółkom doskwiera przede wszystkim brak dużych przetargów publicznych, głównie ze strony MEN. W swoich założeniach w wycenach spółek branży przyjęliśmy, że koniec 2009 roku oraz przynajmniej połowa 2010 roku pozostaną niezwykle trudne dla sektora. Lipiec i sierpień są miesiącami o znikomym znaczeniu dla rynku. Jeżeli oznaki ożywienia przedłużyłyby się jednak do czwartego kwartału to stanowiłoby to potencjał do podniesienia naszych prognoz wyników na bieżący rok obrotowy w spółkach.

ASEE

Do końca roku dwa przejęcia

Według wypowiedzi Piotra Jeleńskiego, prezesa spółki, ASEE do końca roku sfinalizuje co najmniej dwa przejęcia, przy czym najbardziej zaawansowane są negocjacje z podmiotami z Rumunii Prezes skomentował również tegoroczne perspektywy spółki stwierdzając, że bieżący portfel kontraktów daje możliwość osiągnięcia w tym roku dobrych wyników finansowych.

Comarch

Zarząd spółki o perspektywach na drugie półrocze 2009 roku

Zdaniem wiceprezesa Konrada Tarańskiego spółka powinna osiągnąć w tym roku około 700-800 mln PLN przychodów oraz wyjść na pozytywny wynik netto. W odniesieniu do niemieckiej spółki zależnej SoftM w trzecim kwartale przewidywana jest jeszcze strata na poziomie około 0,5 mln EUR, jednak w czwartym kwartale spółka ma już osiągnąć pozytywny wynik netto. Obecny portfel kontraktów (nie uwzględniający SoftM) ma wartość 487 mln PLN, przy czym około 400 mln PLN to usługi i oprogramowanie własne. Zaprezentowane przez spółkę wytyczne zarówno w odniesieniu do skali przychodów jak i osiągnięcia na koniec rentowności netto wydają nam się realnymi założeniami. Największą niepewność budzi sytuacja w SoftM, gdyż zysk w czwartym kwartale nie oznacza trwałej odbudowy rentowności w spółce, która w ujęciu rocznym pokazała zysk tylko raz w ostatnich 6 latach.

Kontrakt z amerykańską linią lotniczą

Spółka poinformowała o podpisaniu umowy z linią lotniczą JetBlue Airways Corporation ("JetBlue"), Delaware Corporation z siedzibą w Nowym Yorku w Stanach Zjednoczonych Ameryki. Przedmiotem umowy jest dostawa oprogramowania COMARCH LOYALTY MANAGEMENT i zapewnienie usług hostingu oraz "Disaster Recovery Center". Wartość kontraktu wynosi ok. 5,2 miliona USD netto (ok. 15,3 mln zł netto).

Kontrakt w Tajlandii

Comarch podpisał kontrakt na wdrożenie rozwiązania Comarch Internet Banking dla klientów korporacyjnych z jednym z największych banków tajskich, Thai Military Bank Public Company Limited, należącym do grupy ING.

AB (Kupuj)

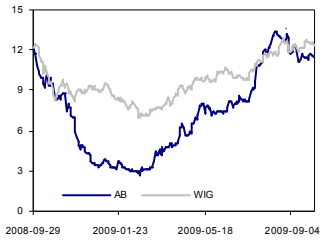
Cena bieżąca: 11,4 PLN **Cena docelowa: 15,13 PLN**

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-08-06

(mln PLN)	2007/08	2008/09P	zmiana	2009/10P	zmiana	2010/11P	zmiana
Przychody	3 012,2	2 929,5	-2,7%	2 788,9	-4,8%	2 866,7	2,8%
EBITDA	39,5	88,4	123,9%	40,5	-54,2%	52,0	28,5%
marża EBITDA	*1,3%*	*3,0%*		*1,5%*		*1,8%*	
EBIT	35,2	83,1	136,0%	35,0	-57,8%	46,5	32,7%
Zysk netto	16,1	27,7	72,3%	20,0	-27,7%	23,8	18,7%
P/E	11,3	6,6		9,1		7,6	
P/CE	8,9	5,5		7,1		6,2	
P/BV	0,9	0,8		0,7		0,7	
EV/EBITDA	9,7	4,3		8,8		6,6	
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	16,0
MC (cena bieżąca)	182,0
EV (cena bieżąca)	357,5
Free float	41,9%
Zmiana ceny: 1m	*-3,1%*
Zmiana ceny: 6m	*118,6%*
Zmiana ceny: 12m	*4,8%*
Max (52 tyg.)	13,4
Min (52 tyg.)	2,7



Po bardzo udanym dla spółki roku obrotowym 2008/2009 bieżący może być nieco słabszy, przede wszystkim ze względu na oczekiwany przez nas trudniejszy okres dla całego sektora dystrybucji. Słabszy okres jest jednak naszym zdaniem uwzględniony w bieżącej wycenie i nawet na niższych od ubiegłorocznych prognozach wyniku netto spółka wyceniana jest bardzo atrakcyjnie na poziomie 9,0 P/E. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wywiad z prezesem Przybyło

W wywiadzie dla Parkietu prezes Przybyło wypowiedział się na temat bieżącej sytuacji spółce oraz jej perspektyw w najbliższych kilku kwartałach. Nie wykluczył m.in. dalszych przejęć w regionie Europy Środkowo-Wschodniej choć zastrzegł, że taka transakcja nie miałaby miejsce wcześniej niż w ciagu 3-4 kwartałów. Za najbardziej perspektywiczne uznał przy tym regiony Bułgarii i Rumunii. Zdaniem prezesa w bieżącym roku obrotowym (rozpoczął się w lipcu) struktura geograficzna przychodów nadal będzie się zmieniała na korzyść rynku czeskiego, gdzie działa spółka zależna ATC. Poprawa koniunktury jest według niego widoczna, ale za wcześnie by mówić już o końcu kryzysu. Wydaje nam się, że perspektywa 3-4 kwartałów może być optymalna z punktu widzenia ewentualnych przejęć. Taka perspektywa czasowa powinna bowiem dać odpowiedź na pytanie czy mamy do czynienia z przypadkiem podwójnego dna recesji lub czy wszystko w światowej gospodarce rzeczywiście zmierza już ku lepszemu. Poprzednie przejęcie przeprowadzone przez AB należy ocenić pozytywnie. Zakupiony za 106 mln PLN czeski dystrybutor ATC tylko w zakończonym roku obrotowym miał około 21 mln PLN zysku netto. Zgadzamy się również z panem Przybyło, że mimo oznak ożywienia najbliższe 12 miesięcy może być najtrudniejsze dla dystrybutorów IT.

Korekta sprawozdań za III i IV kwartał roku obrotowego 2008/09

Spółka komunikatem bieżącym wprowadziła korekty do kwartalnych sprawozdań finansowych drugiego półrocza zakończonego roku obrotowego. Przyczyną korekty są różnice kursowe oraz przyjęta metodologia przeliczania wyników czeskiej spółki ATC na polskie złote. W związku z korektą przychody trzeciego kwartału zostało obniżone z 740,5 mln PLN do 646,8 mln PLN, a zysk netto z 6,3 mln PLN do 4,5 mln PLN. Jednocześnie przychody czwartego kwartału zostały podniesione z 475,5 mln PLN do 569,2 mln PLN, a zysk netto z 1,0 mln PLN do 2,8 mln PLN. Korekta nie zmienia ubiegłorocznych wyników spółki, jedynie ich rozłożenie pomiędzy kwartałami. Korekta wyników drugiego półrocza wydaje nam się dobrym posunięciem, gdyż pozwoli na porównywalność tegorocznych wyników. W tym roku spółka ma zmienić sposób przeliczania wyników ATC tak, by duże zmiany kursów walutowych nie prowadziły już do zaburzania porównywalności poszczególnych kwartałów.

Action (Kupuj)

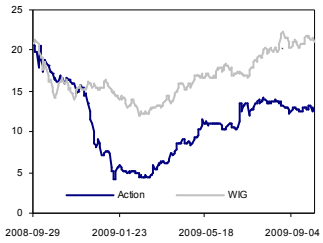
Cena bieżąca: 12,4 PLN **Cena docelowa: 14,59 PLN**

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-18

(mln PLN)	2006/07	2007/08	zmiana	2008/09P	zmiana	2010P	zmiana
Przychody	1 797,5	2 343,4	30,4%	3 136,2	33,8%	2 122,6	-32,3%
EBITDA	37,7	66,3	75,8%	62,2	-6,2%	42,8	-31,3%
marża EBITDA	*2,1%*	*2,8%*		*2,0%*		*2,0%*	
EBIT	30,4	58,3	91,9%	49,2	-15,5%	33,9	-31,2%
Zysk netto	22,0	33,8	53,4%	31,2	-7,6%	21,4	-31,3%
P/E	9,2	6,3		6,8		10,0	
P/CE	6,9	5,1		4,8		7,1	
P/BV	1,4	1,2		1,1		1,1	
EV/EBITDA	7,2	5,5		5,1		7,6	
Dyield (%)	0,0	2,1		11,1		2,9	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	17,2
MC (cena bieżąca)	213,8
EV (cena bieżąca)	320,0
Free float	35,9%
Zmiana ceny: 1m	*-0,2%*
Zmiana ceny: 6m	*43,5%*
Zmiana ceny: 12m	*-37,3%*
Max (52 tyg.)	20,5
Min (52 tyg.)	4,1



Mimo, że zakończony kwartał przyniósł spadek wyniku operacyjnego o ponad 40% to i tak biorąc pod uwagę słabość rynku przetargowego i zmienność kursów walutowych osiągnięte rezultaty stanowią dla nas pozytywne zaskoczenie. Naszym zdaniem cel zarządu zakładający powtórzenie zeszłorocznych osiągnięć może okazać się trudny do zrealizowania mimo siedemnastu miesięcy jakie potrwa rok obrotowy 2008/09. Na słabości tegorocznych wyników zaważył jednak w dużym stopniu pierwszy kwartał, w którym spółka zanotowała duże straty na niezabezpieczonych saldach zobowiązań walutowych. Był to zatem czynnik o charakterze niepowtarzalnym i skorygowany o to jednorazowe zdarzenie wynik netto należy ocenić pozytywnie. Stosowana obecnie strategia zabezpieczania ryzyka kursowego daje nadzieje, że podobnie nieudany kwartał już się nie powtórzy i dlatego oczekujemy, że pomimo trudnego otoczenia makroekonomicznego i dalszego spadku przychodów przyszły rok powinien przynieść poprawę wyników spółki. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wyniki 4Q2008/09

Wyniki czwartego kwartału (kwiecień-lipiec) w wydłużonym, siedemnastomiesięcznym roku obrotowym okazały się słabsze od ubiegłorocznych osiągnięć, lecz mimo to lepsze od naszych wcześniejszych oczekiwań. Na poziomie przychodów spółka zaraportowała 430,2 mln PLN przy 582,3 mln PLN przed rokiem. Na skutek zarysowującego się trendu umocnienia złotego istotnie spadła w porównaniu do minionych kwartałów tego roku marża brutto na sprzedaży osiągana przez spółkę (w pierwszych trzech kwartałach roku wynosiła 10,9%),, jednak wciąż utrzymywała się na poziomie wyższym od ubiegłorocznego (8,4% vs 8,1% w 4Q2007/08). Nieznacznie wyższa marża brutto nie pozwoliła zrekompensować spadku sprzedaży i zysk brutto spadł o ponad 23% do 36,1 mln PLN.

Rozpoczęty w końcówce ubiegłego roku program redukcji kosztów obejmujący przede wszystkim Action Ukraina i Sferis pozwolił obniżyć koszty sprzedaży i ogólnego zarządu z 41,5 mln PLN do 32,3 mln PLN, czyli o 22,1%. Mimo to wspomniane wyżej podmioty pozostały nierentowne. Skala strat zrealizowanych przez każdy z tych podmiotów jest nieznana, gdyż spółka podjęła decyzję o nieupublicznianiu tych informacji ze względu na prowadzoną restrukturyzację.

Saldo pozostałej działalności operacyjnej zamknęło się kwotą +4,4 mln PLN na co wpływ miały przede wszystkim umocnienie złotego i zaksięgowanie z tego tytułu dodatnich różnic kursowych w kwocie 3,7 mln PLN. Pozwoliło to spółce osiągnąć wynik operacyjny na poziomie 8,2 mln PLN wobec 13,8 mln PLN wypracowanych przed rokiem (spadek o ponad 40%).

Saldo działalności finansowej wyniosło -1,3 mln PLN przy -2,5 mln PLN przed rokiem. Wpływ na obniżenie salda mają przede wszystkim niższe koszty odsetkowe spowodowane obniżeniem kapitału obrotowego i znacznym zmniejszeniem stanu zadłużenia netto w spółce ze 139,7 mln PLN do 76,2 mln PLN. Ze względu na znaczne straty Action Ukrainy i Sferisu strata mniejszości wyniosła 1,6 mln PLN, co przy 2,8 mln PLN podatku przełożyło się na zysk netto dla akcjonariuszy na poziomie 5,7 mln PLN, przy 8,5 mln PLN przed rokiem.

ASBIS (Kupuj)

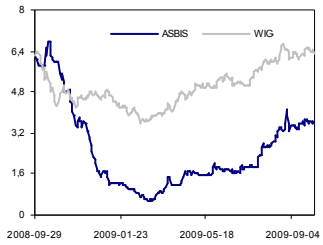
Cena bieżąca: 3,5 PLN **Cena docelowa: 3,45 PLN**

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-08-14

(mln USD)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana
Przychody	1 397,3	1 495,3	7,0%	1 157,0	-22,6%	1 275,0	10,2%
EBITDA	27,6	18,2	-34,2%	9,6	-47,4%	17,3	80,8%
marża EBITDA	*2,0%*	*1,2%*		*0,8%*		*1,4%*	
EBIT	25,7	15,3	-40,4%	6,7	-56,4%	14,4	115,0%
Zysk netto	18,7	4,0	-78,5%	-0,4		6,5	
P/E	3,6	16,9				10,4	
P/CE	3,3	9,9		27,3		7,2	
P/BV	0,7	0,7		0,7		0,7	
EV/EBITDA	2,4	4,7		7,9		4,7	
Dyield (%)	3,8	13,3		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	55,5
MC (cena bieżąca)	196,5
EV (cena bieżąca)	219,4
Free float	34,2%
Zmiana ceny: 1m	*1,7%*
Zmiana ceny: 6m	*207,8%*
Zmiana ceny: 12m	*-39,0%*
Max (52 tyg.)	6,8
Min (52 tyg.)	0,6



Podtrzymujemy opinię, że drugie półrocze w Asbisie będzie stało pod znakiem znaczącej poprawy osiąganych wyników finansowych. Stabilizacja sytuacji na Rosji i Ukrainie powinna przełożyć się na złagodzenie dynamiki spadków, a poprzez zabezpieczenie kursów walutowych spółka powinna doprowadzić do wzrostu marż w ujęciu r/r. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Nowe umowy dystrybucyjne

Spółka poinformowała o podpisaniu nowych umów dystrybucyjnych m.in. z Apple (Gruzja + kraje byłego ZSRR poza Rosją i Ukrainą), Symantec (Egipt, Tunezja, Algieria, Maroko, Libia, Irak), Kaspersky (Rumunia i Bułgaria), ASUSTeK Komputer (Chorwacja), Kerio Technologies (Słowacja). Powyższe umowy pozwolą spółce rozszerzyć portfolio produktowe, co może aczkolwiek nie musi przełożyć się na wzrost sprzedaży we wspomnianych regionach. Niewątpliwie jednak szerszy asortyment sprzedaży pozwoli nie tylko potencjalnie zwiększyć zamówienia od obecnych klientów, ale również pozyskać nowych.

Asseco Poland (Kupuj)

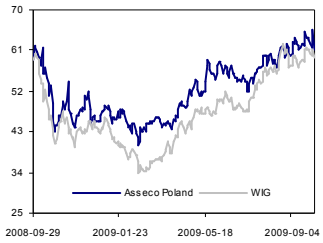
Cena bieżąca: 61 PLN **Cena docelowa: 72,6 PLN**

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-02

(mln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana
Przychody	1 282,4	2 786,6	117,3%	3 023,5	8,5%	3 193,7	5,6%
EBITDA	274,5	591,8	115,6%	643,5	8,7%	681,7	5,9%
marża EBITDA	*21,4%*	*21,2%*		*21,3%*		*21,3%*	
EBIT	236,7	494,3	108,9%	538,3	8,9%	574,9	6,8%
Zysk netto	161,0	321,6	99,7%	349,0	8,5%	366,8	5,1%
P/E	29,4	14,7		13,6		12,9	
P/CE	23,8	11,3		10,4		10,0	
P/BV	2,2	1,3		1,1		1,1	
EV/EBITDA	18,0	8,2		7,9		7,1	
Dyield (%)	0,6	1,7		2,2		2,3	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	77,6
MC (cena bieżąca)	4 731,5
EV (cena bieżąca)	5 051,9
Free float	55,1%
Zmiana ceny: 1m	*1,7%*
Zmiana ceny: 6m	*27,1%*
Zmiana ceny: 12m	*0,3%*
Max (52 tyg.)	65,4
Min (52 tyg.)	40,0



Do bardzo solidnego backlogu na rok bieżący spółka powoli dodaje kolejne kontrakty zasilające portfele kontraktów następnych lat. Bieżąca wycena implikuje dyskonto do zagranicznych spółek porównawczych nawet pomijając fakt posiadania przez Asseco w akcjach własnych 12% kapitału zakładowego. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Kontrakt Alatusa w ZUS

Alatus, spółka zależna Asseco Poland, wygrała przetarg w ZUS na opiekę serwisową nad oprogramowaniem Tuxedo. Wartość oferty złożonej przez spółkę to 23,15 mln PLN z VAT. Asseco Poland ma 55 proc. w kapitale zakładowym Alatus Sp. z o.o.

Kontrakt dla ABG za 1,5 mln PLN

ABG otrzyma blisko 1,5 mln PLN za rozbudowę własnej aplikacji InfoMedica działającej w Wyspecjalizowanym Szpitalu Miejskim w Bydgoszczy. Kwota kontraktu jest nieznacząca w skali działalności spółki.

Kolejny nabytek w Hiszpanii

Asseco Poland kupiło 85% hiszpańskiego Terminal Systems. Nabyta spółka zatrudnia 19 osób i kosztowała 3,95 mln EUR. W 2008 roku Terminal Systems osiągnęła przychody w wysokości 2,2 mln EUR, a rentowność operacyjna spółki kształtowała się na poziomie blisko 40 proc. Produkty spółki obejmują między innymi systemy wspomagające sprzedaż biletów i odprawę pasażerów, oprogramowanie stanowisk samodzielnej odprawy pasażerów, systemy zarządzania obsługą naziemną w portach lotniczych oraz systemy zarządzania jakością. Spółka już wcześniej informowała o zaawansowanych rozmowach w sprawie nabycia tego podmiotu. Naszym zdaniem stanowi ona wzbogacenie portfolio produktowego Grupy, aczkolwiek w tym przypadku cena nie wydaje się szczególnie atrakcyjna.

Umowa z IBM

Asseco Systems, spółka z grupy Asseco Poland, podpisała z IBM swoją pierwszą umowę typu OEM. Wartości kontraktu nie podano. Dzięki tej umowie, firmy z grupy Asseco będą na bazie oprogramowania IBM oferować rozwiązania pozwalające na oszczędność czasu i kosztów wdrożeń. Umowa obejmuje niemal całe portfolio oprogramowania IBM (rodziny Tivoli, WebSphere, Lotus oraz Information Management).

Kontrakt dla Asseco Systems

Asseco Systems wygrało przetarg Centralnego Ośrodka Informatyki Statystycznej na dostawę urządzeń sieciowych i serwerów wraz z instalacją i wdrożeniem do eksploatacji w sieci WAN-GUS. Wartość oferty to około 3,3 mln PLN brutto. Kontrakt ma niewielką wartość na tle przychodów całej Grupy. Ponadto charakter wykonywanych prac wskazuje na stosunkowo niską marżę projektu. Nie podano w komunikacie terminu realizacji, ale wydaje się, że całość prac powinna zostać zrealizowana do końca roku.

Komputronik (Trzymaj)

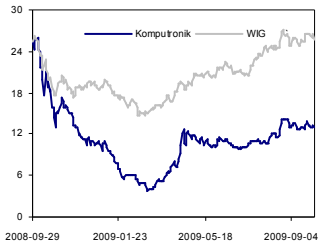
Cena bieżąca: 13,1 PLN **Cena docelowa: 10,48 PLN**

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-29

(mln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana
Przychody	519,3	757,9	45,9%	848,0	11,9%	980,8	15,7%
EBITDA	15,2	15,4	0,9%	10,5	-31,4%	22,2	110,8%
marża EBITDA	*2,9%*	*2,0%*		*1,2%*		*2,3%*	
EBIT	13,5	10,2	-24,3%	4,9	-52,5%	16,4	238,8%
Zysk netto	10,3	5,6	-45,4%	4,1	-27,5%	9,5	131,9%
P/E	9,4	19,0		26,2		11,3	
P/CE	8,1	9,9		10,9		7,0	
P/BV	1,1	0,8		0,8		0,7	
EV/EBITDA	4,3	8,1		15,7		7,7	
Dyield (%)	0,5	0,0		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	8,2
MC (cena bieżąca)	106,9
EV (cena bieżąca)	165,9
Free float	25,2%
Zmiana ceny: 1m	*1,6%*
Zmiana ceny: 6m	*61,1%*
Zmiana ceny: 12m	*-49,3%*
Max (52 tyg.)	26,0
Min (52 tyg.)	3,8



Wyniki drugiego kwartału pokazały, że to jeszcze nie koniec problemów z restrukturyzacją Karenu oraz z dostosowaniem własnej sieci sprzedaży do nowych warunków rynkowych. Nie mniej dostrzegamy pewne pozytywne tendencje takie jak poprawa marż brutto w obydwu pomiotach a także umocnienie złotego, które powinno zmniejszyć ciężar kosztów najmu lokalizacji. Wciąż jednak wyraźna poprawa wyników wydaje się nam zbyt odległą perspektywą. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Sygnity (Trzymaj)

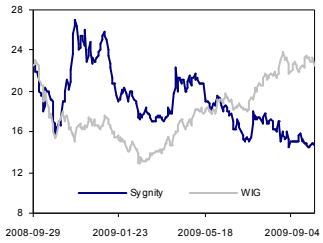
Cena bieżąca: 14,7 PLN **Cena docelowa: 15,5 PLN**

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-10-02

(mln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana
Przychody	1 201,9	995,7	-17,2%	676,4	-32,1%	725,5	7,3%
EBITDA	-16,3	56,6		-50,6		28,6	
marża EBITDA	*-1,4%*	*5,7%*		*-7,5%*		*3,9%*	
EBIT	-72,0	11,5		-84,6		-2,0	-97,6%
Zysk netto	-65,6	-1,5	-97,7%	-77,1	5095,5%	-9,1	-88,2%
P/E							
P/CE		4,0				8,1	
P/BV	0,5	0,5		0,6		0,6	
EV/EBITDA		3,4				8,0	
Dyield (%)	11,7	0,0		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	11,9
MC (cena bieżąca)	174,7
EV (cena bieżąca)	192,5
Free float	65,9%
Zmiana ceny: 1m	*-1,8%*
Zmiana ceny: 6m	*-31,0%*
Zmiana ceny: 12m	*-33,2%*
Max (52 tyg.)	26,9
Min (52 tyg.)	14,4



Słabe wyniki drugiego kwartału i skala utworzonych rezerw mocno utrudniają sytuację płynnościową Sygnity. Oczekujemy że całość utworzonych rezerw będzie wydatkowanych do końca 2010 roku wpływając na ponowne zwiększenie długu netto w spółce. Poza problemami płynnościowymi Sygnity zmaga się z silną presją na marże spowodowaną podpisywaniem nowych umów przez kontrahentów na mniej korzystnych warunkach, przez co oczekiwane przez zarząd Sygnity 20 mln PLN powtarzalnego zysku operacyjnego w drugim półroczu może być trudne do osiągnięcia. Dzięki podpisanym w ostatnich tygodniach kontraktom oraz uwolnieniu wyniku operacyjnego od nierentownych kontraktów Sygnity powinno w 2010 roku istotnie poprawić osiągane wyniki finansowe na co wpływ będzie miał też wdrażany program oszczędnościowy, który według naszych szacunków przyniesie około 15 mln PLN oszczędności. Spodziewamy się jednak, że otoczenie rynkowe pozostanie niesprzyjające również w przyszłym roku, przez co odbudowa poziomów sprzedaży sprzed kryzysu będzie bardzo powolna, a presja na marże pozostanie silna. W rezultacie odcięcie się od nierentownych kontraktów nie znajdzie pełnego odzwierciedlenia w rentowności Sygnity i spółka zanotuje w przyszłym roku niewielką stratę operacyjną. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Kontrakt z KE

Spółka poinformowała o wygraniu przez konsorcjum pod przewodnictwem European Dynamice kontraktu, którego przedmiotem jest analiza i wsparcie systemów informatycznych jednostek Komisji Europejskiej. Umowa została zawarta na okres dwóch lata z możliwością dwóch rocznych przedłużeń. Łączny budżet KE przeznaczony na realizację prac wynikających z umowy to 74,9 mln EUR, z czego około 11 mln EUR przypada na Sygnity jako uczestnika konsorcjum. Spółka informowała o prawdopodobnym podpisaniu w ciągu miesiąca umów o łącznej wartości około 100 mln PLN i powyższy kontrakt najprawdopodobniej stanowi część tej kwoty. Należy zwrócić uwagę, że z komunikatu wynika, że kwota 11 mln EUR jest wartością warunkową zależną od dwukrotnego przedłużenia umowy. Do backlogu póki co ma prawo trafić tylko część tej kwoty.

Kontrakt na budowę systemu informacji medycznej

Sygnity podpisało umowę na realizację pierwszego etapu budowy Regionalnego Systemu Informacji Medycznej Województwa Łódzkiego. W ramach projektu spółka opracuje zakres funkcjonalny, merytoryczny i techniczny systemu. Pierwsza faza projektu potrwa cztery miesiące. Regionalny System Informacji Medycznej docelowo ma wspomagać zarządzanie systemem ochrony zdrowia oraz umożliwić poprawę efektywności i jakości usług zdrowotnych. Rozwiązanie obejmie swym zasięgiem 18 zakładów opieki zdrowotnej. W komunikacie nie podano kwoty kontraktu. Szacujemy jednak, że kwota umowy nie przekracza 1 mln PLN. Za pozytywny aspekt można uznać fakt, że spółka zdobywa kontrakty w administracji, podczas gdy po ogłoszeniu niewykonania kilku projektów i zawiązaniu rezerw na potencjalne kary umowne realnym czynnikiem ryzyka wydawał się problem dalszej współpracy z administracją publiczną.

Winuel na sprzedaż?

Według spekulacji Parkietu po odejściu z Winuela braci Kosturków działająca w segmencie Utilities spółka zależna Sygnity może stać się obiektem zainteresowania konkurentów. Sygnity zaprzecza pomysłom sprzedaży Winuelu. Wydaje nam się, że sprzedaż Winuelu wydaje się mało prawdopodobna. Grupa wiąże ze spółką olbrzymie plany i jej sprzedaż nawet po odejściu jej współtwórców wydaje się nie być intencją zarządu Sygnity.

NWZA zwołane na 20 października

Sygnity poinformowało o zwołaniu nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy na

20 października. Celem WZA będzie upoważnienie zarządu do podwyższenia kapitału o kwotę niewiększą niż 1,1886 mln PLN, czyli 10% obecnego kapitału zakładowego. Upoważnienie ma obowiązywać do dnia 30 września 2010 roku, a sama emisja miałaby się odbyć za wyłączeniem bądź ograniczeniem praw poboru. Emisja będzie miała na celu poprawę sytuacji płynnościowej w spółce wobec koniecznych do zapłacenia w przyszłości kar umownych od starych kontraktów, a także ewentualnej konieczności spłaty transz obligacji jeśli nie uda się ich zrolować. Podejrzewamy, że emisja może mieć formę podobną do tej z 2008 roku. Należy liczyć się z tym, że poprzez emisję może dojść do pewnego rozwodnienia obecnych akcjonariuszy, gdyż podejrzewamy, że cena może zostać ustalona poniżej obecnej ceny rynkowej. Skala emisji jest jednak na tyle nieduża, że rozwodnienie nie powinno przekraczać 1%.

Konrakt dla Winuela

Winuel, spółka zależna w 100% od Sygnity, wygrał przetarg organizowany przez Energia-Operator o wartości 1,82 mln PLN dotyczący dostawy systemu obsługi URD. Winuel został wybrany według procedury negocjacyjnej bez ogłoszenia.

Umowa z NBP

Sygnity podpisało umowę z Narodowym Bankiem Polskim na świadczenie usług serwisowych dla podsystemów Zintegrowanego Systemu Księgowego. Umowa zawarta została na trzy lata zaczynając od 1 października, a jej wartość nie przekroczy 56,6 mln PLN. Kontrakt stanowi kontynuację wcześniejszej umowy łączącej spółkę z NBP, a zatem nie stanowić będzie w przyszłym roku żadnej wartości dodanej w stosunku do bieżącego roku. Z racji tego, że poprzednia umowa wygasała 30 września spółka nie raportowała czwartego kwartału w portfelu zamówień na 2009 rok i w związku z tym jego wartość należy w tej chwili powiększyć o około 4,5 mln PLN. Łączna wartość zamówień na rok przyszły to w tej chwili 125-130 mln PLN.

Metale

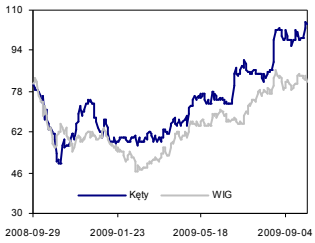
Kęty (Kupuj)

Cena bieżąca: 104,5 PLN **Cena docelowa: 109,4 PLN**

Analityk: Michał Marczak
Data ostatniej aktualizacji: 2008-08-04

(mln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana
Przychody	1 253,0	1 183,5	-5,5%	982,3	-17,0%	1 139,5	16,0%
EBITDA	194,0	190,2	-2,0%	170,3	-10,5%	181,7	6,7%
marża EBITDA	*15,5%*	*16,1%*		*17,3%*		*15,9%*	
EBIT	141,9	128,3	-9,5%	108,1	-15,8%	119,6	10,7%
Zysk netto	97,8	63,4	-35,2%	64,4	1,7%	77,3	19,9%
P/E	9,9	15,2		15,0		12,5	
P/CE	6,4	7,7		7,6		6,9	
P/BV	1,4	1,3		1,2		1,1	
EV/EBITDA	6,8	7,0		7,5		6,7	
Dyield (%)	3,8	4,3		0,0		4,6	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	9,2
MC (cena bieżąca)	964,0
EV (cena bieżąca)	1 269,2
Free float	46,0%
Zmiana ceny: 1m	*6,1%*
Zmiana ceny: 6m	*54,8%*
Zmiana ceny: 12m	*33,5%*
Max (52 tyg.)	105,5
Min (52 tyg.)	49,5



Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do spółki. Momentum w gospodarce oraz nadal słaby PLN powinny sprzyjać poprawie wyników spółki, co już widać w rosnących zamówieniach, szczególnie w SWW. Wyniki za 3Q2009 uwiarygodnią prognozę roczną Zarządu na poziomie 62 mln PLN. Spółka przygotowuje się do sprzedaży SOP, jeżeli potencjalny nabywca (jeden z dużych koncernów europejskich) zapłaci odpowiednią cenę. Szczegóły dotyczące strategii zostaną zaprezentowane przez zarząd na przełomie roku i wtedy poznamy bardziej precyzyjne plany dotyczące ewentualnego zbycia aktywów.

Kęty po 3Q2009

W 3Q2009 Grupa Kęty osiągnęła przychody na poziomie ok. 290 mln PLN (+5% q/q). Spółka zanotowała 25% wzrost zamówień w Segmencie Wyrobów Wyciskanych i 10% w Segmencie Systemów Aluminiowych oraz stabilizację poziomu sprzedaży w przypadku pozostałych segmentów z wyjątkiem Segmentu Usług Budowlanych, który zanotował 20% spadek przychodów w stosunku do rekordowego poziomu osiągniętego w 2Q2009. Zarząd spodziewa się, iż przychody ze sprzedaży w pierwszych dwóch miesiącach czwartego kwartału będą porównywalne do średniej sprzedaży miesięcznej osiągniętej w trzecim kwartale. Miesiąc grudzień cechuje się sezonowym spadkiem zamówień o blisko 40% praktycznie w każdym segmencie. W 3Q2009 skonsolidowany EBIT wyniesie ok. 39 - 41 mln PLN (+6 - 12% r/r). Spółka zanotuje zysk na działalności finansowej w wysokości ok. 1 mln PLN (odsetki od zaciągniętych kredytów po stronie ujemnej oraz dodatni wynik na rozliczonych w trzecim kwartale transakcjach zabezpieczających ceny aluminium i wycena kredytu w walutach obcych po stronie dodatniej). Skonsolidowany zysk netto wyniesie ok. 31 - 33 mln PLN i będzie (+37 - 46% r/r). Na koniec września dług netto wyniesie ok. 270 mln PLN (od początku roku -100 mln PLN). Informacja została już zdyskontowana. Wyniki uwiarygodniają tegoroczną prognozę zarządu (zbieżna z naszą) na poziomie 61 mln PLN. Wśród ważniejszych informacji przekazanych przez zarząd zwracamy uwagę na powrót do koncepcji przejęć. Zarząd uważa, że obecnie część firm ma problemy finansowe i stają się one tym samym celem do przejęcia. Jednocześnie zarząd nie wyklucza, że sprzeda segment opakowań giętkich. Strategia na najbliższe lata ma zostać przedstawiona inwestorom na przełomie roku.

KGHM (Redukuj)

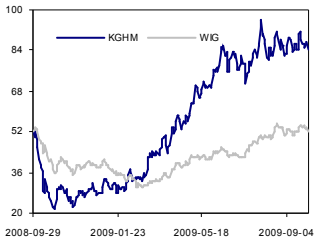
Cena bieżąca: 84,6 PLN **Cena docelowa: 73 PLN**

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-08-14

(mln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana
Przychody	12 183,0	11 302,9	-7,2%	10 231,8	-9,5%	10 212,6	-0,2%
EBITDA	5 034,0	4 077,7	-19,0%	3 283,4	-19,5%	2 514,8	-23,4%
marża EBITDA	*41,3%*	*36,1%*		*32,1%*		*24,6%*	
EBIT	4 682,0	3 596,4	-23,2%	2 744,9	-23,7%	1 974,1	-28,1%
Zysk netto	3 799,0	2 910,4	-23,4%	2 285,6	-21,5%	1 839,5	-19,5%
P/E	4,5	5,8		7,4		9,2	
P/CE	4,1	5,0		6,0		7,1	
P/BV	1,9	1,6		1,6		1,5	
EV/EBITDA	2,9	3,7		4,9		6,1	
Dyield (%)	20,1	10,6		13,8		5,4	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	200,0
MC (cena bieżąca)	16 910,0
EV (cena bieżąca)	16 096,9
Free float	36,0%
Zmiana ceny: 1m	*1,9%*
Zmiana ceny: 6m	*59,5%*
Zmiana ceny: 12m	*72,6%*
Max (52 tyg.)	95,8
Min (52 tyg.)	21,4



Mając w świadomości wysokie ryzyko prognozowania dalszej sytuacji na LME, nadal uważamy, że obecne ceny miedzi nie utrzymają się w kolejnych miesiącach – podobnie jak miało to miejsce w ostatnich latach w końcówce roku, co negatywnie wpłynie na zachowanie się akcji spółki. Biorąc to pod uwagę, podtrzymujemy rekomendacje redukuj z ceną docelową 73 PLN. Zwracamy jednak uwagę, że pomimo słabszych danych makro rynki surowcowe są dosyć stabilne, co w przypadku utrzymania się takiej sytuacji w najbliższych tygodniach powinno oznaczać konieczność podwyższenia tegorocznej prognozy wyników spółki i ceny docelowej.

Złoże w tym roku?

KGHM chce zwiększyć sprzedaż miedzi do 700 tys. ton rocznie (obecnie 500 tys. ton), z czego 200 tys. ton miedzi pochodzić będzie spoza polskich kopalń spółki. W realizacji celu mają pomóc planowane akwizycje, być może jeszcze w tym roku. KGHM zakłada, że będzie mógł kupić złoże, które jest na ostatnim etapie analizowania, zrezygnował z planów przejęcia działającej kopalni. Kolejna zapowiedź Prezesa, czekamy na szczegóły.

Mega inwestycja do rozważenia

KGHM razem z PGE rozważa budowę kopalni węgla brunatnego i elektrowni o mocy ok. 4 500 MW w Lubinie. Szacowany koszt całej inwestycji to ok. 35-40 mld PLN. Udokumentowane złoża węgla brunatnego w okolicach Lubina (15 mld ton, 3 mld ton do eksploatacji) są największymi w Europie. Rozmowy pomiędzy stronami są na bardzo wstępnym etapie, dlatego w obecnej chwili informacja nie powinna mieć wpływu na kurs. Uważamy, że ze strategicznego punktu widzenia KGHM powinien zaangażować się w energetykę, wykorzystując nadwyżki jakie generuje z działalności operacyjnej. W krótkim okresie oznaczałoby to brak dywidend dla akcjonariuszy, co zostałoby źle przyjęte przez inwestorów.

Większe oszczędności

Zarząd szacuje, że tegoroczne oszczędności z tytułu scentralizowanych zakupów wyniosą 250 mln PLN, a nie jak wcześniej zakładano 200 mln PLN. Różnica jest na tyle mała, że nie wpływa istotnie na wycenę spółki, jednak wystawia pozytywną ocenę zarządowi.

Budownictwo

Dynamika produkcji budowlano-montażowej w sierpniu

Zgodnie z danymi GUS, dynamika produkcji budowlano-montażowej wyniosła w sierpniu 11,0% r/r i 0,8% m/m. Po wyeliminowaniu czynników sezonowych, dynamika wyniosłaby 9,8% r/r i 0,7% m/m.

Budownictwo drogowe

Przetargi za 75 mld PLN i wydatki za 34 mld PLN w 2010 roku

Lech Witecki, p.o. generalnego dyrektora GDDKiA, przyznał, że GDDKiA może w tym roku ogłosić przetargi za 75 mld PLN. Z tej kwoty około 34 mld PLN zostanie wydane w 2010 roku.

Tegoroczne i przyszłoroczne wydatki GDDKiA

Od niedawna GDDKiA utrzymuje, że w tym roku wydatki inwestycyjne wyniosą 22,7 mld PLN. Przedstawiciel Zespołu Doradców Gospodarczych TOR uważa, że wydatki wyniosą 18 mld PLN, wg. szefa Ogólnopolskiej Izby Gospodarczej Drogownictwa zaś wydatki wyniosą jedynie 14 mld PLN. W przyszłym roku wydatki GDDKiA mają wynieść aż 35 mld PLN, z czego w budżecie jest zapisane jedynie 3,5 mld PLN. 3 mld PLN ma pochodzić z kredytu z Europejskiego Banku Inwestycyjnego i Unii Europejskiej. Pozostałe środki ma pozyskać Krajowy Fundusz Drogowy. KFD ma pozyskać 25 mld PLN, z czego 7,2 mld PLN to środki z emisji obligacji drogowych, którą KFD ma przeprowadzić do końca roku. Przedstawiciel Ogólnopolskiej Izby Drogownictwa, p. Malusi, pozostaje sceptyczny, jeśli chodzi o możliwość sfinansowania inwestycji za 25 mld PLN.

Rozstrzygnięcie przetargu na budowę odcinka autostrady A4 o długości 22 km

W drugim przetargu na budowę 22 kilometrowego odcinka autostrady A4 na odcinku Radymno-Korczowa najlepszą cenowo ofertę złożyło konsorcjum Eurovia Polska z udziałem Warbudu o wartości 796 mln PLN brutto. Oprócz konsorcjum Eurovia w przetargu startowało konsorcjum z udziałem Mostostalu Warszawa, konsorcjum z udziałem Erbudu, konsorcjum Mota-Engil, konsorcjum z udziałem Budimex Dromex, konsorcjum Przedsiębiorstwa Robót Mostowych Mosty Łódź oraz J&P - Avax. Podmioty te złożyły oferty w przedziale 819-1792 mln PLN. O odcinek autostrady rywalizowało 7 firm.

Rozstrzygnięcia przetargów na budowę 2 odcinków S8

GDDKiA rozstrzygnęła przetarg na budowę 2 odcinków drogi ekspresowej S8. Najkorzystniejszą ofertę w przetargu na budowę odcinka z Wrocławia do Oleśnicy o długości 22,1 km złożyła firma Mota Engil. Oferta spółki opiewa na 449 mln PLN (jedynie 4,6 mln EUR/km, 600 mln PLN mniej niż zakładał kosztorys inwestora). O kontrakt ubiegało się 6 firm, z których Strabag zaoferował wykonanie prac za 480 mln PLN, konsorcjum Budimex Dromex i Eurovia za 530 mln PLN, Mostostal zaś 563 mln PLN (najwyższa cena). Skanska złożyła najkorzystniejszą ofertę na budowę odcinka Oleśnica – Syców o długości 25,1 km. Wartość oferty to 469 mln PLN (jedynie 4,6 mln EUR/km, kosztorys inwestora wynosił 988 mln PLN). Oferty poniżej 500 mln PLN złożyły jeszcze firmy Budimex i Mota Engil.

Budownictwo energetyczne

PGE Elektrownia Opole ogłosiła przetarg na budowę 2 bloków energetycznych

PGE Elektrownia Opole ogłosiła przetarg na budowę 2 nowych bloków energetycznych nr. 5 i 6. Przedmiotem zamówienia jest realizacja dwóch bloków opalanych węglem o mocy 800-900 MW. Termin realizacji zamówienia upływa po 62 miesiącach od dnia wydania polecenia rozpoczęcia prac. Termin składania ofert to 21 października.

Budownictwo specjalistyczne

Siedem konsorcjów będzie starać się o budowę gazoportu

7 konsorcjów zgłosiło chęć budowy gazoportu. Są to m.in. konsorcjum PBG, Saipem, Techint, Snamprogetti, Budimexu Dromexu i Foster Wheeler Iberia oraz Felguera IHI; Polimex Mostostal, Tecnimont, Sofregas, Vinci, Entrepose Contracting; Pol-Aqua i Whessoe Oil & Gas oraz Samsung Engineering; Tecnicas Reunidas, Dywidag i Strabag; CB&I UK oraz konsorcjum Daewoo Engineering & Construction, Korea Gas Corporation i Daewoo Engineering Company. Przewidywana wartość przetargu to 700 mln EUR. Przedstawiciele spółek giełdowych na razie nie informują o udziałach w konsorcjach. Na przełomie października i listopada powinien nastąpić wybór 4 oferentów. Ostateczne oferty mają być złożone do 12 kwietnia 2010 roku, zaś podpisanie umów powinno nastąpić do 12 maja 2010 roku. Prezes spółki Polskie LNG przyznał, że prowadzone już były rozmowy z EBI oraz EBOR-em w sprawie finansowania. EBI zadeklarował się, że mógłby zaangażować się na poziomie 200 mln EUR, EBOR gotowy jest zaś udzielić finansowania w wysokości 100 mln EUR. Od 20 do 30% wartości inwestycji będzie finansowane ze środków własnych, reszta zaś z kredytów.

Budownictwo kolejowe

Inwestycje PKP PLK

W tym roku z sięgającego 3,6 mld PLN planu inwestycyjnego PKP PLK do tej pory wykorzystała jedynie połowę środków. Zgodnie z wypowiedzią prezesa PKP PLK, wydatki na inwestycje w tym roku przekroczą 3 mld PLN. Statystykę ma szansę poprawić realizacja największego w tym roku kontraktu na modernizację torów – LCS Ciechanów. Zdaniem Adriana Furgalskiego, zawiodło w tym roku to co zwykle, czyli przygotowanie inwestycji (problemy ze skompletowaniem dokumentacji).

ABM Solid

147 mln PLN w portfelu na rok 2009

Portfel zleceń ABM Solid wynosi 524 mln PLN, z czego 147 mln PLN przypadnie na rok 2010. Zarząd oczekuje, że portfel urośnie do końca roku. Spółka przeszła prekwalifikacje w zakresie budowy trzech odcinków autostrady A4 Szarów – Tarnów. Każdy z nich opiewa na kwoty kilkuset mln PLN. Termin złożenia ofert cenowych przypada w październiku. Prezes uważa, że rentowność w budownictwie drogowym wynosi obecnie 8%, w kolejowym zaś 10%. Prezes uważa, że kontraktów jest sporo, firmy mają zapełnione portfele zleceń, dlatego nie sądzi, aby obniżały ceny. Tegoroczne wyniki jednostkowe spółki powinny być lepsze niż w roku ubiegłym, gdy ABM Solid wygenerował 328,1 mln PLN przychodów oraz 8,85 mln PLN zysku netto. O skonsolidowanych wynikach prezes nie chce się wypowiadać. Firmę obciążają wyniki spółki zależnej Resbud. Sytuacja poprawia się, jednak w tym roku nie uda się radykalnie zwiększyć jej wyników. Od dwóch lat straty przynosi też będąca we wczesnym etapie rozwoju działalność deweloperska. ABM Solid nie rezygnuje z przejęć. Jest szereg firm, które można kupić, z wybranymi są prowadzone rozmowy. Jest szansa na sfinalizowanie akwizycji w najbliższych miesiącach.

Elektrotim

Prezes o 2010 roku i portfelu zamówień

Prezes uważa, że wiedza, jaką w tej chwili dysponuje, pozwala stwierdzić, że wyniki tego roku powinny być zbliżone do wyników z zeszłego roku. Prezes liczy na udany trzeci kwartał. Portfel zamówień Grupy na dzień 1 września miał wartość 84 mln PLN, w porównaniu do 81 mln PLN rok temu. Prezes nadal obawia się o rok kolejny, kiedy mniejsza liczba zleceń może doprowadzić do spadku marż. W najbliższych tygodniach spółka podpisze umowy, które znacząco zwiększą wartość portfela zamówień. Niewykluczone, że jedna z umów będzie umową na dostawy instalacji elektrycznych i oświetlenia na stadiony. Spółka myśli w szczególności o stadionie we Wrocławiu.

Konsorcjum Elektrotimu wykona instalacje na stadionie we Wrocławiu

Elektrotim otrzymał od spółki J&P Avax, partnera konsorcjum budującego stadion we Wrocławiu, potwierdzenie akceptacji oferty złożonej przez konsorcjum, w skład którego obok Elektrotimu wchodzą Honywell, ZPAS Group Zakład Produkcji Automatyki Sieciowej, na wykonanie instalacji elektrycznych i słaboprądowych przy budowie stadionu we Wrocławiu. Łączne wynagrodzenie konsorcjum to 42,55 mln PLN (36% przewidywanych na ten rok przychodów Elektrotimu).

Energoinstal

Drugie półrocze będzie słabsze

Prezes Więcek przyznaje, że drugie półrocze będzie słabsze niż pierwsze, wynik netto całego roku nie przekroczy 20 mln PLN. W H2 2009 spadną moce produkcyjne, z uwagi na remont hali produkcyjnej spółki. Mimo to, rentowność w kolejnych kwartałach będzie dodatnia. Energoinstal rozbudowuje swój zakład o centrum technologii laserowej do produkcji nowoczesnych kotłów. Projekt ma kosztować 32 mln PLN, z czego 10,4 mln PLN zapewni dotacja PARP. Projekt, podobnie jak remont hali, ma się zakończyć do końca roku. Technologia laserowa zgodnie z szacunkami spółki ma zmniejszyć koszty produkcji o 20%. Prezes nie dostrzega ożywienia na rynkach zagranicznych, ze względu na problemy finansowe inwestycje ciągle są tam opóźniane. Szansy spółka dopatruje się więc na rynku krajowym. Spółka liczy na kontrakty na budowę spalarni śmieci i inwestycje PGNiG w budowę bloków parowo-gazowych.

Energomontaż Południe

PBG obejmie udziały w Energomontażu Południe

PBG podpisało z Energomontażem Południe umowę, na mocy której obejmie 25% nowo emitowanych akcji spółki. Za 17734002 warranty PBG zapłaci 3,45 PLN / akcję (61,2 mln PLN). Łącznie Energomontaż wyemituje 22582001 akcji nowej emisji. W komunikacie giełdowym PBG zobowiązało się do zapewnienia spółce na warunkach rynkowych zleceń w latach 2009-2011 na łączną sumę co najmniej 250 mln PLN. Przedstawiciel PBG zapewnia, że już w tym roku

wartość przetargów, w których wspólnie wystartuje PBG i Energomontaż, wyniesie 550 mln PLN. Środki pozyskane z emisji akcji Energomontaż wykorzysta na akwizycję nowych spółek (co najmniej 50 mln PLN) oraz kapitał obrotowy i inwestycje w park maszynowy (pozostałe środki).

Optymistyczne spojrzenie prezesa PBG na działalność Energomontażu

Prezes Wiśniewski uważa, że obroty Energomontażu powinny się mieścić docelowo w przedziale 0,5 – 1 mld PLN, rentowność netto zaś ma sięgać 7-10%. Prezes Wiśniewski ocenia, że realnym terminem poprawy wyników spółki jest rok 2011. Warunkiem jest jednak wygrana w przetargu na budowę dwóch bloków energetycznych w elektrowni Opole (wartość inwestycji: 11 mld PLN). Prezes Wiśniewski przyznaje też, że w przyszłości Energomontaż może być dofinansowywany. Może na przykład sprzedać obligacje, które obejmą podmioty z Grupy PBG. Prezes Hołda zapowiada inwestycje o łącznej wartości 80 mld PLN w najbliższych latach. Prezes chciałby z tego rynku rocznie pozyskiwać kontrakty o wartości co najmniej 0,5 mld PLN.

Hydrobudowa Polska

Najkorzystniejsza oferta za 217,7 mln PLN

Konsorcjum, którego liderem jest Hydrobudowa 9, spółka zależna firmy Hydrobudowa Polska, złożyła najkorzystniejszą ofertę na modernizację stacji uzdatniania wody w Mosinie w woj. wielkopolskim. W skład konsorcjum wchodzą też Hydrobudowa Polska, PBG, Piecobiogaz oraz Przedsiębiorstwo Techniczno – Budowlane Nickel. Wartość oferty to 217,7 mln PLN (14,3% prognozowanych na ten rok przychodów Hydrobudowy, 7,5% prognozowanych na ten rok przychodów PBG).

Rozwiązanie kontraktu na prace podwykonawcze dla PBG

Hydrobudowa poinformowała o rozwiązaniu kontraktu podwykonawczego na wykonanie części prac w ramach budowy LMG o wartości 82,5 mln PLN. Spółka otrzyma wynagrodzenie za wykonane do tej pory prace w wysokości 4,2 mln PLN. Przedstawiciel PBG tłumaczy, że gdy PBG zlecało na początku stycznia 2009 roku część prac, spółka nie miała jeszcze w portfelu zleceń kontraktów na budowę stadionów w Warszawie i Gdańsku. Wspólnie obie spółki zadecydowały obecnie, że Hydrobudowa skupi się na realizacji kontraktów stadionowych. PBG w ciągu 2-3 tygodni podpisze umowę z innym podwykonawcą. Dzięki zmianie podwykonawcy, rentowność kontraktu będzie nieznacznie wyższa.

Pol-Aqua

Kontrakt za 133 mln PLN

Pol-Aqua podpisała kontrakt z Auchan Polska na budowę centrum handlowego w Gliwicach. Wartość kontraktu to 133 mln PLN (9,4% przewidywanych przez nas na ten rok przychodów spółki). Termin realizacji prac to 15 września 2010 roku (zakończenie prac budowlanych). W komunikacie zastrzeżono, że nie przekazanie do 31 stycznia 2010 roku pisemnego zawiadomienia o możliwości rozpoczęcia robót budowlanych będzie równoznaczne z rezygnacją z realizacji prac.

Drogowy kontrakt podwykonawczy za 59,6 mln PLN

Pol-Aqua podpisała kontrakt z firmą Teerag – Asdag Polska, generalnym wykonawcą odcinka S-2 Konotopa – Puławska wraz z budową łącznika z MPL Okęcie i ul. Marynarską (S-79), kontrakt na wykonanie wodociągu, odwodnienie korpusu drogowego i mikrotuneling. Wartość kontraktu to 59,6 mln PLN (4,2% przewidywanych przez nas przychodów Pol-Aqua w 2009 roku). Termin zakończenia prac to 30 listopada 2010 roku.

Pol-Aqua jako wykonawca i deweloper obiektu mieszkaniowego

Pol-Aqua zakupiła 44% udziałów w spółce Baltic Dom 2 od firmy PKO BP Inwestycje. Udziały te stanowią 44% udziałów w spółce. Pozostałe 56% udziałów posiada firma PKO BP Inwestycje. Łączna wartość nabycia udziałów to 3,3 mln PLN. Jednocześnie Pol-Aqua podpisała ze spółką Baltic Dom 2 kontrakt na budowę osiedla Sarnia Dolina 2 położonego w Lublewie, Jankowie i Bąkowie (gm. Kolbudy k/ Gdańska). Wynagrodzenie to 116,5 mln PLN (8,2% prognozowanych na rok 2009 przychodów Pol-Aqua).

Żurawie Wieżowe

Rotacja majątku poprawiła się, stawki dzierżawy są jednak niższe

Prezes Żurawi Wieżowych przyznaje, że spółka podpisuje umowę za umową, są to jednak zlecenia o małej wartości. Lekkie ożywienie w branży potwierdza liczba wynajmowanego przez spółkę sprzętu. Obecnie na placach budów pracuje 72% należących do spółki dźwigów. W maju było to jedynie 43%. Problemem są jednak znacznie niższe niż rok temu stawki za dzierżawę sprzętu. Q3 2009 będzie więc słabszy r/r, słabszy będzie także cały 2009 rok. Przychody spółki spadną o 40-45% r/r. W sprawie połączenia z firmą Gastel, trwa badanie ekonomiczno-prawne. W najbliższym czasie podjęte zostaną ostateczne decyzje odnośnie parytetu wymiany akcji. Z

ogłoszonego wcześniej szacunkowego parytetu wymiany akcji wynika, że udziałowcy Gastela mają kontrolować 54,5% akcji połączonego podmiotu, udziałowcy Żurawi zaś pozostałą część.

Budimex (Trzymaj)

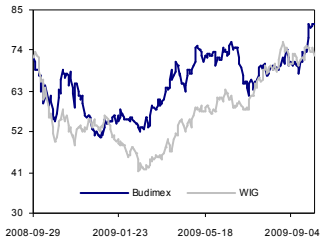
Cena bieżąca: 81,3 PLN **Cena docelowa: 78,8 PLN**

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-10-05

(mln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana
Przychody	3 075,9	3 350,0	8,9%	3 451,0	3,0%	4 154,7	20,4%
EBITDA	51,7	134,2	159,8%	219,8	63,8%	168,8	-23,2%
marża EBITDA	*1,7%*	*4,0%*		*6,4%*		*4,1%*	
EBIT	28,0	112,2	300,1%	196,9	75,5%	160,3	-18,6%
Zysk netto	15,1	104,7	595,1%	157,8	50,6%	134,6	-14,7%
P/E	137,7	19,8		13,1		15,4	
P/CE	53,6	16,4		11,5		14,5	
P/BV	3,9	3,2		3,2		2,6	
EV/EBITDA	35,5	12,9		9,6		11,0	
Dyield (%)	0,0	0,0		7,2		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	25,5
MC (cena bieżąca)	2 074,3
EV (cena bieżąca)	2 108,1
Free float	26,7%
Zmiana ceny: 1m	*14,6%*
Zmiana ceny: 6m	*16,7%*
Zmiana ceny: 12m	*17,9%*
Max (52 tyg.)	81,3
Min (52 tyg.)	50,7



Z przewidywanych 8,9 mld PLN przetargów do rozstrzygnięcia w 2009 roku w drogownictwie, wybory ofert miały miejsce w przypadku kontraktów o wartości 2,4 mld PLN (plus 0,9 mld PLN przewidziane przez nas na Q1 2010). Wartość pozostałych przewidywanych rozstrzygnięć to 6,5 mld PLN, z czego firma przy założeniu 7-8 konkurentów może pozyskać 820-930 mln PLN w postaci kontraktów. Pozwoliłoby to na zwiększenie portfela zamówień na rok 2010 o około 440 mln PLN, przy założeniu 2-rocznego czasu budowy. Udział segmentu drogowego w przychodach spółki to około 60% (2010). Mimo szans na pozytywne wiadomości, nasza cena docelowa dla Budimexu została osiągnięta. Wciąż pozostaje niejasna kwestia sfinansowania odcinka A1 Stryków – Pyrzowice (kontrakt PPP), z którego tytułu uwzględniliśmy w 2010 roku 500 mln PLN przychodów. Pozyskanie 50% środków z EBI nie gwarantuje realizacji inwestycji. Cintra, która ma finansować 90% wartości projektów, sprzedała już zespół parkingów samochodowych (400 mln EUR), zaś do końca 2009 roku planuje sprzedać drogi koncesyjne (263 mln EUR). Można mieć wątpliwości, czy w takim wypadku spółka zdecyduje się na finansowanie kolejnych inwestycji PPP. Kwestia ta powinna rozstrzygnąć się w pierwszej połowie 2010 roku. Zapełnienie portfela zamówień na rok 2010 sięga prawie 80%. Uważamy, że potencjał do kontynuacji działalności deweloperskiej może być ograniczony, ze względu na dużą dywidendę wypłaconą Ferrovialowi oraz charakter pozostającej w spółce gotówki (wynika z rozliczeń z podwykonawcami, nie zaś z zasobów spółki). Obniżamy rekomendację do trzymaj.

Portfel zamówień Budimexu może wzrosnąć do 6 mld PLN

Prezes Michałowski przyznaje, że jeśli Budimex podpisze 3 kontrakty drogowe, w których oferta spółki została wybrana jako najkorzystniejsza, portfel zamówień Grupy wzrośnie do 6 mld PLN. Obecny portfel wynosi 4,7 mld PLN. Umowy na wspomniane kontrakty drogowe będą finalizowane w ciągu miesiąca – dwóch. Prezes dodał, że ciągle trwają negocjacje w sprawie zamknięcia finansowania budowy odcinka A1 Stryków – Pyrzowice. Na spółkę przypadają tam prace o wartości 4 mld PLN.

EBI przyznał 1,1 mld EUR kredytu na budowę odcinka A1 Stryków - Pyrzowice

Europejski Bank inwestycyjny przyznał 1,1 mld EUR kredytu na budowę odcinka autostrady A1 Stryków – Pyrzowice. Z tego 800 mln EUR to kredyt na budowę, a 300 mln EUR to tzw. instrument gwarancyjny (linia awaryjna, którą będzie można uruchomić po otwarciu autostrady, jeśli okaże się, że nie przyniesie ona pożądanych dochodów.

Kontrakt za 348,8 mln PLN

Budimex podpisał z GDDKiA kontrakt na projekt i budowę odcinka autostrady A2 Stryków – Konotopa, odcinek E, o długości 7,1 km. Wartość kontraktu to 348,8 mln PLN (10,1% prognozowanych na ten rok przychodów Budimexu). Termin zakończenia prac to 32 miesięcy od daty rozpoczęcia prac.

Jednak to Budimex, a nie Mostostal, zabuduje odcinek A4

Rozstrzygnięto przetarg na budowę dwóch odcinków między Jarosławem a Korczową. Pomimo, iż oferta konsorcjum z udziałem firm Mostostal Warszawa i Acciona Infraestructuras była najkorzystniejsza cenowo (963,7 mln PLN brutto), wybrano ofertę konsorcjum Budimexu i Ferrovialu za 969,2 mln PLN brutto, ze względu na dłuższy oferowany okres gwarancyjny (Budimex: 84 miesiące, Mostostal Warszawa: 60 miesięcy). Wartość oferty Budimexu netto to 794,5 mln PLN (23% prognozowanych na ten rok przychodów Budimexu).

Wybór oferty na 63,1 mln PLN

Zarząd Miejskich Inwestycji Drogowych w Warszawie wybrał ofertę Budimexu jako

najkorzystniejszą w przetargu na budowę ciągu ulic 17 Stycznia – Cybernetyki. Wartość oferty to 63,1 mln PLN (1,8% prognozowanych na ten rok przychodów).

Zmiany w zarządzie

Pan Michałowski zrezygnował z funkcji prezesa Budimexu, co związane jest z objęciem funkcji zarządczej w Ferrovial Agroman. Nowym prezesem Budimexu będzie Dariusz Blocher, od 2002 roku zajmujący stanowisko dyrektora ds. zarządzania kadrami w spółce, a od 2007 wiceprezesa, dyrektora naczelnego i członka zarządu.

Elektrobudowa (Trzymaj)

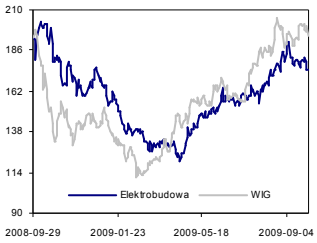
Cena bieżąca: 174,5 PLN **Cena docelowa: 170,8 PLN**

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-08-14

(mln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana
Przychody	679,6	811,0	19,3%	819,9	1,1%	800,9	-2,3%
EBITDA	49,6	79,0	59,3%	71,1	-10,1%	60,4	-15,0%
marża EBITDA	*7,3%*	*9,7%*		*8,7%*		*7,5%*	
EBIT	44,2	71,3	61,1%	61,6	-13,6%	50,7	-17,6%
Zysk netto	34,7	60,3	73,7%	52,5	-12,9%	47,4	-9,7%
P/E	21,2	13,7		15,8		17,5	
P/CE	18,4	12,2		13,4		14,5	
P/BV	6,6	3,3		2,9		2,6	
EV/EBITDA	14,9	9,4		10,7		12,1	
Dyield (%)	1,1	1,4		2,1		1,9	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	4,7
MC (cena bieżąca)	828,5
EV (cena bieżąca)	758,6
Free float	39,1%
Zmiana ceny: 1m	*-2,5%*
Zmiana ceny: 6m	*36,9%*
Zmiana ceny: 12m	*-10,7%*
Max (52 tyg.)	202,5
Min (52 tyg.)	121,0



Podtrzymujemy neutralne nastawienie, ze względu na relatywnie wysoką wycenę spółki oraz ryzyko erozji rentowności / spadku przychodów w kolejnym roku (m.in. w zakresie instalacji – segment przemysłu i produkcji rozdzielnic – głównie segment dystrybucji energii). Uważamy, że spółka byłaby w stanie przeciwdziałać tym negatywnym tendencjom, zdobywając nowe kontrakty w atrakcyjnych obszarach działalności (energetyka jądrowa, instalacje w ramach budowy metra), to jednak nie jest pewne. Konkurencja w zakresie kontraktów na budowę instalacji na stadionach jest duża (blisko 10 konkurentów), podobnie jak wymagania generalnych wykonawców jeśli chodzi o cenę w ofercie na podwykonawstwo. Uważamy, że najbardziej prawdopodobne jest, że Elektrobudowa „stadionowych" kontraktów po prostu nie zdobędzie. Konkurentów jeśli chodzi o prace dla metra warszawskiego może być 3-4 (wykonawca jeszcze nie rozpoczął pozyskiwania ofert). Mimo to, ze względu na opóźniające się podpisanie umowy z generalnym wykonawcą, kwestia potencjalnego kontraktu może się jeszcze bardzo szybko nie wyjaśnić. Z potencjalnych kontraktów, które mogłyby wpłynąć pozytywnie na wyniki spółki, najbardziej atrakcyjne wydają się kontrakty na prace w elektrowniach jądrowych w Skandynawii. Liczymy się z tym, że nasza prognoza przychodów spółki na rok 2009 może okazać się zbyt wymagająca, wynik jednak będzie zbliżony do prognozy, ze względu na lepszą niż oczekiwana rentowność. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Rok 2010 może być trudny

Prezes Faltynowicz uważa, że rok 2010 będzie trudny dla spółki, gdyż zastój w przemyśle już teraz skutkuje brakiem zamówień. Prognoza wyników w 2009 roku, zakładająca 806 mln PLN przychodów i 48 mln PLN zysku netto, jest możliwa do spełnienia, zwłaszcza jeśli chodzi o zysk netto. Spółka liczy na kontrakty na wykonanie instalacji w ramach budowy metra w Warszawie i budowy stadionów. Generalnie, prezes uważa, że „przyszły rok będzie trudniejszy od obecnego dla Elektrobudowy i całego sektora. Koniec roku jeśli chodzi o potencjał i zamówienia nie zapowiada się dobrze. Prezes nie jest w stanie oszacować jak mocno spadnie rynek w 2010 roku. Firma chce rozszerzyć kontrakt na prace w elektrowni jądrowej w Finlandii. We wrześniu spółka rozpoczęła prace w elektrowni jądrowej w Szwecji (wartość kontraktu to kilka mln EUR). Prezes uważa, że inwestycje w polskiej energetyce mogą mieć wpływ na wyniki Elektrobudowy, ale dopiero w 2013 roku. Firmy działające w Rosji powinny w tym roku wyjść na plus. Zarząd sądzi, że spółka wypłaci dywidendę z zysku za ten rok i nie wykluczone, że będzie ona o 50 groszy wyższa od tej z roku ubiegłego.

Erbud (Trzymaj)

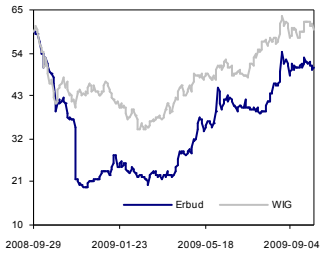
Cena bieżąca: 50 PLN **Cena docelowa: 49,3 PLN**

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-04

(mln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana
Przychody	663,1	1 059,0	59,7%	900,0	-15,0%	1 090,0	21,1%
EBITDA	34,6	71,3	106,0%	55,9	-21,7%	56,3	0,8%
marża EBITDA	*5,2%*	*6,7%*		*6,2%*		*5,2%*	
EBIT	32,8	64,8	97,7%	49,5	-23,6%	49,9	0,8%
Zysk netto	31,8	10,4	-67,4%	40,5	289,6%	42,6	5,2%
P/E	19,7	60,5		15,5		14,8	
P/CE	18,7	37,1		13,4		12,8	
P/BV	3,3	3,1		2,6		2,2	
EV/EBITDA	16,1	8,6		9,4		9,2	
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	12,6
MC (cena bieżąca)	628,6
EV (cena bieżąca)	525,2
Free float	21,0%
Zmiana ceny: 1m	*2,0%*
Zmiana ceny: 6m	*85,2%*
Zmiana ceny: 12m	*-15,3%*
Max (52 tyg.)	59,0
Min (52 tyg.)	19,9



Portfel zamówień na rok 2010 jest zapełniony w prawie 75%, jeśli chodzi o segment generalnego wykonawstwa i wynosi 560 mln PLN. W zakresie działalności drogowej zapełnienie portfela na rok kolejny sięga 40 mln PLN (36% prognozy), zaś w zakresie działalności eksportowej może w najbliższym czasie osiągnąć poziom 90 mln PLN (49% prognozy). Na wzrost kontraktacji eksportowej ma wpłynąć podpisanie dwóch nowych kontraktów. Zgodnie z zapewnieniami zarządu, Budlex, w którym Erbud zakupił pozostały pakiet 25% akcji, posiada środki na kontynuację działalności deweloperskiej. Sądzimy, że spółka w najbliższym czasie ma szansę pozyskać nowe zlecenia, prawdopodobnie nie będą to jednak kontrakty mieszkaniowe. Zgodnie z naszymi informacjami, poziom marż w budownictwie mieszkaniowym sięga obecnie 4-7% brutto na sprzedaży, jest za niski, aby zachęcić spółkę do realizacji prac w segmencie na szerszą skalę. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Erbud wykupił udziały mniejszościowe w Budlex

Erbud podpisał umowę przedwstępną kupna 25% udziałów spółki Budlex, w której posiada już 75% udziałów. Wartość transakcji to 25 mln PLN.

Mostostal Warszawa (Akumuluj)

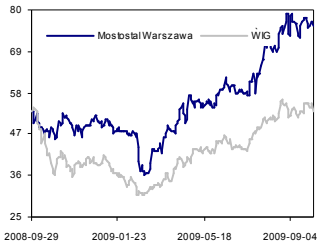
Cena bieżąca: 76 PLN **Cena docelowa: 84,7 PLN**

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-09

(mln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana
Przychody	1 928,4	2 154,2	11,7%	2 711,1	25,8%	2 864,1	5,6%
EBITDA	78,5	136,3	73,7%	189,4	39,0%	158,8	-16,2%
marża EBITDA	*4,1%*	*6,3%*		*7,0%*		*5,5%*	
EBIT	58,9	113,4	92,6%	165,7	46,1%	134,7	-18,7%
Zysk netto	52,9	75,5	42,6%	112,8	49,3%	100,4	-11,0%
P/E	28,7	20,1		13,5		15,1	
P/CE	21,0	15,4		11,1		12,2	
P/BV	5,3	4,6		3,6		3,2	
EV/EBITDA	17,0	10,0		7,2		8,5	
Dyield (%)	0,1	0,0		2,5		3,7	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	20,0
MC (cena bieżąca)	1 520,0
EV (cena bieżąca)	1 355,6
Free float	18,7%
Zmiana ceny: 1m	*3,7%*
Zmiana ceny: 6m	*52,9%*
Zmiana ceny: 12m	*49,0%*
Max (52 tyg.)	79,0
Min (52 tyg.)	36,3



Z przewidywanych 8,9 mld PLN przetargów do rozstrzygnięcia w 2009 roku w drogownictwie, wybory ofert miały miejsce w przypadku kontraktów o wartości 2,4 mld PLN (plus 0,9 mld PLN przewidziane przez nas na Q1 2010). Wartość pozostałych przewidywanych rozstrzygnięć to 6,5 mld PLN, z czego firma przy założeniu 7-8 konkurentów może pozyskać 820-930 mln PLN w postaci kontraktów. Pozwoliłoby to na zwiększenie portfela zamówień na rok 2010 o około 440 mln PLN, przy założeniu 2-rocznego czasu budowy. Udział segmentu drogowego w przychodach spółki to około 40% (2010). Szacujemy, że portfel zamówień spółki z wyłączeniem Remaku i Mostostalu Płock na rok 2010 jest wypełniony w prawie 70%. Naszym zdaniem kurs akcji spółki ciągle pozostawia potencjał wzrostowy, zaś stany gotówkowe będące w posiadaniu spółki mogą być w przyszłości bardzo użyteczne (realizacja kontraktów o wysokich wymaganiach kapitałowych, udział w projektach deweloperskich,...). Uważamy, że Mostostal jest interesującą alternatywą dla Budimexu. Podtrzymujemy pozytywną ocenę spółki i rekomendację akumuluj.

Kontrakt za 430,0 mln PLN

Mostostal Warszawa w konsorcjum z Polimex Mostostal, podpisał podpisał kontrakt na budowę odcinka autostrady A2 Stryków – Konotopa, o długości 17 km. Na Mostostal Warszaw przypada 51% wartości prac, czyli 430 mln PLN (15,9% prognozowanych na rok 2009 przychodów spółki).

Jednak to Budimex, a nie Mostostal, zabuduje odcinek A4

Rozstrzygnięto przetarg na budowę dwóch odcinków między Jarosławem a Korczową. Pomimo, iż oferta konsorcjum z udziałem firm Mostostal Warszawa i Acciona Infraestructuras była najkorzystniejsza cenowo (963,7 mln PLN brutto), wybrano ofertę konsorcjum Budimexu i Ferrovialu za 969,2 mln PLN brutto, ze względu na dłuższy oferowany okres gwarancyjny (Budimex: 84 miesiące, Mostostal Warszawa: 60 miesięcy). Wartość oferty Budimexu netto to 794,5 mln PLN (23% prognozowanych na ten rok przychodów Budimexu).

Sąd Okręgowy odrzucił protest w sprawie wyboru wykonawcy 2-ej linii metra

Sąd Okręgowy w Warszawie oddalił skargę Mostostalu Warszawa w sprawie przetargu na budowę 2-ej linii warszawskiego metra. Postanowienie jest prawomocne. Skarga złożona przez chińskie konsorcjum Covec będzie rozpatrywana nadal, rozprawę wyznaczono na dzień 13 października.

Kontrakt za 54,1 mln PLN

Mostostal Warszawa w konsorcjum z firmą Acciona Infraestructuras oraz Warmińskim Przedsiębiorstwem Budowlanym „Rombud", podpisał z Gminą Olsztyn umowę na budowę Wodnego Centrum Rekreacyjno – Sportowego w Olsztynie. Wartość kontraktu to 54,1 mln PLN (2% prognozowanych na ten rok przychodów).

PBG (Akumuluj)

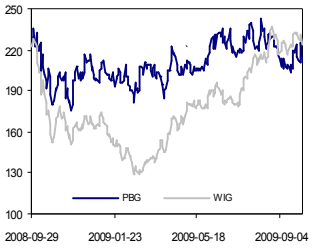
Cena bieżąca: 210 PLN **Cena docelowa: 224,4 PLN**

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-10-05

(mln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana
Przychody	1 376,8	2 089,3	51,8%	2 902,0	38,9%	3 457,4	19,1%
EBITDA	138,2	270,3	95,6%	350,1	29,5%	377,7	7,9%
marża EBITDA	*10,0%*	*12,9%*		*12,1%*		*10,9%*	
EBIT	109,4	223,4	104,3%	299,1	33,9%	326,5	9,1%
Zysk netto	102,1	158,0	54,9%	202,5	28,1%	229,6	13,4%
P/E	27,6	17,8		13,9		12,3	
P/CE	21,6	13,8		11,1		10,0	
P/BV	3,8	1,0		0,9		0,9	
EV/EBITDA	22,9	13,6		9,8		7,8	
Dyield (%)	0,1	0,0		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	13,4
MC (cena bieżąca)	2 820,3
EV (cena bieżąca)	3 418,6
Free float	53,0%
Zmiana ceny: 1m	*-1,4%*
Zmiana ceny: 6m	*-0,9%*
Zmiana ceny: 12m	*-5,4%*
Max (52 tyg.)	242,9
Min (52 tyg.)	175,3



Sytuacja z bardzo niskimi ofertami w konsorcjum, następnie odrzuconymi przez GDDKiA może powodować powstanie negatywnego sentymentu wokół spółki, sądzimy jednak, że Grupa PBG nigdy nie dążyła do zdobywania kontraktów za wszelką cenę. Uważamy, że kwestia ryzyk związanych z kontraktami stadionowymi nie powinna być przejaskrawiana na tym etapie tak w przypadku PBG, jak i Hydrobudowy. Rentowność kontraktów bez wątpienia nie będzie tak wysoka jak zapowiadali pierwotnie przedstawiciele PBG, wyniesie jednak naszym zdaniem około 5-6% EBIT, tzn. będzie zgodna z naszymi założeniami dot. rentowności w poszczególnych segmentach. Nadal wysokie będą rentowności w segmencie ropy naftowej i gazu ziemnego, kwestia możliwości utrzymania w długim terminie tych marż nie rozstrzygnie się jednak w ciągu najbliższego roku. Za wcześnie naszym zdaniem jest, aby stwierdzać, czy wykonanie prac na kontraktach stadionowych będzie terminowe. Wynik roku 2010 w PBG jest naszym zdaniem w dużym stopniu pewny, z uwagi, że większość składających się na niego kontraktów została pozyskana jeszcze przed 2009 rokiem. Szans na zaskoczenia pozytywne spodziewamy się na poziomie przychodów – możliwe jest naszym zdaniem przekroczenie prognoz przychodów. Uważamy, że z ofert obecnie złożonych PBG mogłoby pozyskać jeszcze kontrakty o wartości około 660 mln PLN, z czego 330 mln PLN przejdzie na rok 2010, zaś z innych potencjalnych rozstrzygnięć możliwe byłoby pozyskanie zleceń o wartości 1,05 mld PLN (526 mln PLN na rok 2010). W Q1/Q2 2009 mają szansę pojawić się przetargi na obiekty hydrotechniczne o wartości 1,5 mld PLN oraz na spalarnie śmieci na kwotę 1,2 mld PLN. Ponadto, pojawią się też inne zlecenia specjalistyczne, w tym w segmencie ekologicznym. Naszym zdaniem konsorcjum z udziałem PBG ma też największe szanse na zwycięstwo w przetargu na budowę gazoportu. Z uwagi na wyhamowanie wzrostu w segmencie ekologicznym, a także wyjście kontraktów stadionowych poza etap wstępny, liczymy, że w Q3 2009 pojawić się może w spółce dodatni cash-flow. Podnosimy rekomendację do akumuluj, podtrzymujemy równocześnie opinię, że akcje Hydrobudowy Polska są bardziej atrakcyjne niż akcje samego PBG.

Prezes Wiśniewski o wynikach Q3 2009

Zdaniem prezesa Wiśniewskiego, zysk netto po 3 kwartałach będzie na poziomie 100-120 mln PLN. Grupa po trzech kwartałach może zrewidować tegoroczne prognozy. Przychody Q3 2009 powinny być większe q/q. Prognoza zarządu zakłada przychody w całym roku na poziomie 2,8 mld PLN, 300 mln PLN zysku operacyjnego oraz 190 mln PLN zysku netto.

Plany emisji obligacji o wartości 375 mln PLN

PBG wyemitowało obligacje serii C o wartości 375 mln PLN, z terminem wykupu przypadającym na 10 września 2012 roku. Emisja obligacji przygotuje spółkę do pozyskania największych kontraktów w segmencie gazu, infrastruktury i energetyki. Pozyskane środki pozwolą zabezpieczyć zdolności finansowe i gwarancyjne Grupy, umożliwiając udział w dużych przetargach, w tym na zaprojektowanie i budowę terminalu gazowego w Świnoujściu. Środki z emisji pozwolą na częściowe zwolnienie dostępnych linii kredytowo-gwarancyjnych, ich płynne przesunięcie na podmioty Grupy oraz zwiększenie limitów dostępnych gwarancji kontraktowych. Emisja poręczona została przez spółki zależne: Hydrobudowa Polska, Hydrobudowa 9, Infra. 10 września PBG umorzyło obligacje o wartości 75 mln PLN. Pan Jacek Krzyżaniak przyznał, że oprocentowanie wyemitowanych obligacji o wartości 375 mln PLN to 345 punktów bazowych ponad WIBOR.

Najkorzystniejsza oferta za 217,7 mln PLN

Konsorcjum, którego liderem jest Hydrobudowa 9, spółka zależna firmy Hydrobudowa Polska, złożyła najkorzystniejszą ofertę na modernizację stacji uzdatniania wody w Mosinie w woj. wielkopolskim. W skład konsorcjum wchodzą też Hydrobudowa Polska, PBG, Piecobiogaz oraz

Przedsiębiorstwo Techniczno – Budowlane Nickel. Wartość oferty to 217,7 mln PLN (14,3% prognozowanych na ten rok przychodów Hydrobudowy, 7,5% prognozowanych na ten rok przychodów PBG).

PBG obejmie udziały w Energomontażu Południe

PBG podpisało z Energomontażem Południe umowę, na mocy której obejmie 25% nowo emitowanych akcji spółki. Za 17734002 warranty PBG zapłaci 3,45 PLN / akcję (61,2 mln PLN). Łącznie Energomontaż wyemituje 22582001 akcji nowej emisji. W komunikacie giełdowym PBG zobowiązało się do zapewnienia spółce na warunkach rynkowych zleceń w latach 2009-2011 na łączną sumę co najmniej 250 mln PLN. Przedstawiciel PBG zapewnia, że już w tym roku wartość przetargów, w których wspólnie wystartuje PBG i Energomontaż, wyniesie 550 mln PLN. Środki pozyskane z emisji akcji Energomontaż wykorzysta na akwizycję nowych spółek (co najmniej 50 mln PLN) oraz kapitał obrotowy i inwestycje w park maszynowy (pozostałe środki).

Rozwiązanie kontraktu na prace podwykonawcze dla PBG

Hydrobudowa poinformowała o rozwiązaniu kontraktu podwykonawczego na wykonanie części prac w ramach budowy LMG o wartości 82,5 mln PLN. Spółka otrzyma wynagrodzenie za wykonane do tej pory prace w wysokości 4,2 mln PLN. Przedstawiciel PBG tłumaczy, że gdy PBG zlecało na początku stycznia 2009 roku część prac, spółka nie miała jeszcze w portfelu zleceń kontraktów na budowę stadionów w Warszawie i Gdańsku. Wspólnie obie spółki zadecydowały obecnie, że Hydrobudowa skupi się na realizacji kontraktów stadionowych. PBG w ciągu 2-3 tygodni podpisze umowę z innym podwykonawcą. Dzięki zmianie podwykonawcy, rentowność kontraktu będzie nieznacznie wyższa.

Rezygnacja członka zarządu

Pan Tomasz Latawiec zrezygnował z funkcji członka zarządu PBG, decyzja podyktowana jest względami rodzinnymi.

Polimex Mostostal (Akumuluj)

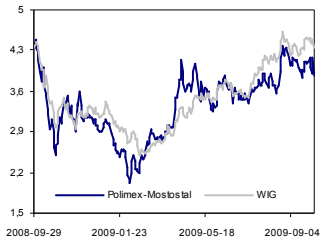
Cena bieżąca: 3,9 PLN **Cena docelowa: 4,4 PLN**

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-04

(mln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana
Przychody	3 720,5	4 301,7	15,6%	4 909,0	14,1%	4 449,6	-9,4%
EBITDA	205,4	298,5	45,3%	335,6	12,4%	311,4	-7,2%
marża EBITDA	*5,5%*	*6,9%*		*6,8%*		*7,0%*	
EBIT	160,4	228,1	42,2%	254,4	11,5%	210,1	-17,4%
Zysk netto	100,1	120,1	20,0%	159,1	32,4%	138,4	-13,0%
P/E	18,4	15,4		11,6		13,3	
P/CE	12,7	9,7		7,7		7,7	
P/BV	1,9	1,8		1,5		1,3	
EV/EBITDA	11,4	8,1		7,4		7,3	
Dyield (%)	0,5	0,3		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	476,7
MC (cena bieżąca)	1 845,0
EV (cena bieżąca)	2 467,6
Free float	58,8%
Zmiana ceny: 1m	*-5,8%*
Zmiana ceny: 6m	*4,3%*
Zmiana ceny: 12m	*-9,8%*
Max (52 tyg.)	4,4
Min (52 tyg.)	2,0



Nadal uważamy, że Polimex Mostostal jest jedną z najtańszych spółek budowlanych dostępnych na GPW. Q3 2009 będzie interesujący, jeśli chodzi o poziom rentowności działalności produkcyjnej. Zgodnie z informacjami pozyskanymi ze spółki, istnieje szansa na pozytywne zaskoczenia – dostrzegamy szansę na rewizję w górę prognozy na rok 2010. W 2010 roku zakładamy rentowność na działalności produkcyjnej na poziomie 13,5%, spółka deklaruje jednak, że na razie udaje się utrzymać przynajmniej 18%. W długim terminie zakładamy wzrost rentowności brutto do 17%. W listopadzie Polimex uruchomi nowe moce produkcyjne w zakresie wyrobów stalowych – ważną próbą dla spółki będzie ich wykorzystanie. Sytuacja w ramach konstrukcji stalowych wygląda dobrze, poprawia się sytuacja w ramach cynkowania (efekt rozpoczęcia cynkowania elementów drogowych), w okresie wakacyjnym spadł jednak popyt na kraty pomostowe. Nadal zwracamy uwagę, że po Rafako, z dużych firm budowlanych ekspozycja Polimexu na segment budownictwa energetycznego jest największa. Portfel zamówień spółki jest zapełniony w około 70%, pomijając działalność produkcyjną, co naszym zdaniem jest wynikiem bardzo dobrym, zważywszy na podwykonawczy charakter prac w segmencie chemicznym i energetycznym. Plany inkorporacji spółek zależnych oceniamy pozytywnie, na razie trudno jednak wypowiadać się na temat ewentualnych parytetów połączeniowych. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Kontrakt za 413,3 mln PLN

Mostostal Warszawa w konsorcjum z Polimex Mostostal, podpisał podpisał kontrakt na budowę odcinka autostrady A2 Stryków – Konotopa, o długości 17 km. Na Polimex Mostostal przypada 49% wartości prac, czyli 413,3 mln PLN (8,4% prognozowanych na rok 2009 przychodów spółki).

Nie będzie rewizji programu motywacyjnego

Prezes Jaskóła przyznał, że pomimo ambitnych parametrów programu motywacyjnego, zarząd nie rozważa obecnie wnioskowania o zmianę kryteriów programu. Warto jednak zwrócić uwagę, że inkorporacja spółek zależnych wymagałaby wprowadzenia do programu zmian.

Aneks podnoszący wartość umowy do 83,9 mln PLN

Polimex podpisał z firmą Sandvik Mining and Construction aneks do umowy na autoryzację obliczeń statycznych, dostawę i montaż konstrukcji stalowych oraz montaż urządzeń systemu nawęglania w Elektrowni Bełchatów. Wartość kontraktu po aneksowaniu to 83,9 mln PLN (1,7% prognozowanych na ten rok przychodów). Termin zakończenia prac to luty 2010 roku.

Rafako (Kupuj)

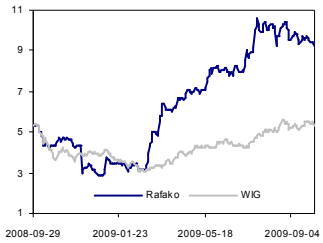
Cena bieżąca: 9,3 PLN **Cena docelowa: 11,6 PLN**

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-25

(mln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana
Przychody	1 137,5	1 125,6	-1,1%	1 062,0	-5,6%	1 310,2	23,4%
EBITDA	35,1	76,1	116,8%	68,4	-10,2%	84,9	24,2%
marża EBITDA	*3,1%*	*6,8%*		*6,4%*		*6,5%*	
EBIT	22,1	60,8	175,6%	52,6	-13,5%	68,7	30,6%
Zysk netto	12,2	-11,6		37,5		55,8	48,7%
P/E	52,8			17,2		11,5	
P/CE	25,5	171,7		12,1		8,9	
P/BV	1,9	1,9		1,7		1,5	
EV/EBITDA	11,8	5,2		6,3		4,6	
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	69,6
MC (cena bieżąca)	643,8
EV (cena bieżąca)	430,5
Free float	19,5%
Zmiana ceny: 1m	*-3,1%*
Zmiana ceny: 6m	*37,6%*
Zmiana ceny: 12m	*73,2%*
Max (52 tyg.)	10,7
Min (52 tyg.)	2,8



Pozornie Rafako na prognozach wyników w 2009 roku wydaje się być drogie, uważamy jednak, że kolejny rok przyniesie zauważalną poprawę rezultatów działalności. Niskie poziomy generowanej obecnie rentowności znajdują uzasadnienie w konserwatywnej polityce budżetowania kontraktów. W 2010 roku spodziewamy się zakończenia większej ilości zleceń, co powinno wpłynąć na poprawę wyników finansowych. Nie można też wykluczyć rozwiązania przynajmniej części rezerw zawiązanych przez zarząd w Q4 2008 i Q1 oraz Q2 2009 w związku z trudnymi do przewidzenia wpływami kryzysu finansowego (wartość rezerw „kryzysowych" to około 20 mln PLN). Nie zakładamy rozwiązania rezerw w prognozach. Portfel zamówień Rafako na rok 2010 wynosi obecnie 0,97 mld PLN, wzrośnie zaś do 1,09 mld PLN, wraz z przewidywanym podpisaniem kontraktu na budowę Instalacji Odsiarczania w Bełchatowie o wartości 323 mln PLN w drugiej połowie października (protest Energomontażu Północ został odrzucony przez KIO). Nie wydaje nam się, aby bieżący rok miał przynieść rozwiązanie w postaci znacznej poprawy wyników finansowych, uważamy jednak, że może przynieść nowe kontrakty. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Sprawa „ukraińskiego" odszkodowania będzie rozpatrywana ponownie

Wyższy Sąd Gospodarczy Ukrainy uwzględnił skargę kasacyjną spółki Donieckobłenergo w procesie wytoczonym przez Rafako. W efekcie, sprawa została przekazana do ponownego rozpoznania przez właściwy organ.

Trakcja Polska (Kupuj)

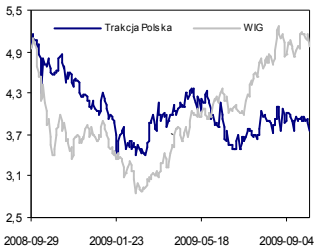
Cena bieżąca: 3,8 PLN **Cena docelowa: 4,8 PLN**

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-08-14

(mln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana
Przychody	646,8	794,6	22,9%	879,4	10,7%	892,1	1,4%
EBITDA	35,6	60,9	71,0%	83,3	36,8%	66,8	-19,9%
marża EBITDA	*5,5%*	*7,7%*		*9,5%*		*7,5%*	
EBIT	29,6	53,0	79,3%	66,9	26,2%	50,6	-24,4%
Zysk netto	28,7	54,7	90,7%	64,6	18,2%	50,1	-22,5%
P/E	17,0	11,0		9,3		12,0	
P/CE	14,0	9,6		7,4		9,0	
P/BV	3,4	1,9		1,6		1,4	
EV/EBITDA	11,8	4,7		4,2		5,2	
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	160,1
MC (cena bieżąca)	600,4
EV (cena bieżąca)	348,9
Free float	38,8%
Zmiana ceny: 1m	*-4,1%*
Zmiana ceny: 6m	*-6,9%*
Zmiana ceny: 12m	*-26,0%*
Max (52 tyg.)	5,1
Min (52 tyg.)	3,4



Kwestia portfela zamówień Trakcji Polskiej w ciągu miesiąca nie uległa zmianie. W ciągu najbliższych dni spodziewamy się podpisania kontraktu podwykonawczego, który powiększy portfel zamówień spółki o 140 mln PLN (z czego 120 mln PLN przypadnie na rok 2010). W najbliższych dniach Trakcja złoży też ofertę na budowę Szybkiego Tramwaju w Krakowie, wartość prac przypadająca na spółkę może naszym zdaniem wynieść 100 mln PLN, z czego około 50-65% mogłoby przypaść na rok 2010. Data rozstrzygnięcia przetargu na budowę LCS Działdowo została po raz kolejny przesunięta, tym razem na 19 października. Termin ten może ulec dalszemu przesunięciu, ze względu na dużą liczbę pytań zainteresowanych przetargiem firm (460 pytań, z czego dopiero na 100 PKP PLK odpowiedziała). Nie został na razie ogłoszony kolejny duży przetarg na budowę linii Grodzisk—Skierniewice. Generalnie, nie wątpimy w ogłoszenie przetargów, gdyż znajdują się one na priorytetowej linii E-65, jednak liczymy się z istotnymi opóźnieniami, wynikającymi z problemów administracyjno-projektowych PKP PLK. W przypadku zdobycia jednego z dużych kontraktów, może zrealizować się przewidywany potencjał wzrostowy kursu. Taki scenariusz jest naszym zdaniem najbardziej prawdopodobny. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Trakcja Polska nie przejmie Kolbetu

Niepowodzeniem zakończyły się negocjacje z NFI Progress w sprawie przejęcia Kolbetu. Jedynym powodem były rozbieżności co do wyceny spółki. Zdaniem prezesa Radziwiłła, Kolbet ma duże długi, a jego przychody są mniejsze, niż oczekiwano, czego obecni akcjonariusze nie uwzględniają w wycenie. Zarząd podtrzymuje chęć poszerzania grupy, chce jednak skupić się na firmach działających w sektorach związanych z energetyką i drogownictwem. Obecnie nie są jednak prowadzone konkretne rozmowy.

Prezes Radziwiłł o sytuacji na rynku kolejowym

Trakcja Polska będzie startować we wszystkich dużych przetargach dotyczących modernizacji linii kolejowych. W tym roku ich łączna wartość przekroczy 3 mld PLN. Zdaniem prezesa, w wariancie pesymistycznym wydatki PKP PLK w roku kolejnym mogą wynieść 3,7 mld PLN, w wariancie optymistycznym zaś 5,5 mld PLN. Zarząd liczy, że w najbliższych tygodniach podpisze umowę na prace podwykonawcze o wartości 140 mln PLN. Kontrakt podpisany zostanie z firmą Tchas, wchodzącą w skład konsorcjum zajmującego się generalnym wykonawstwem prac modernizacyjnych LCS Ciechanów. Prezes poinformował też, że w tym roku Trakcja Polska chce wypracować ponad 60 mln PLN zysku netto.

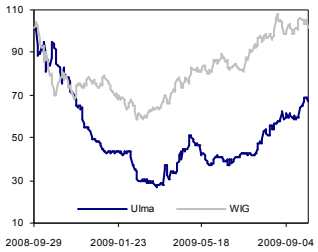
Ulma Construccion Polska (Redukuj)

Analityk: Maciej Stokłosa

Cena bieżąca: 67,1 PLN **Cena docelowa: 58,8 PLN** **Data ostatniej aktualizacji: 2009-10-05**

(mln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana
Przychody	222,6	241,5	8,5%	182,3	-24,5%	198,0	8,6%
EBITDA	108,4	103,4	-4,7%	69,8	-32,4%	81,5	16,7%
marża EBITDA	*48,7%*	*42,8%*		*38,3%*		*41,2%*	
EBIT	66,6	40,9	-38,5%	17,8	-56,4%	29,4	64,5%
Zysk netto	50,9	25,9	-49,2%	4,7	-81,6%	15,8	233,2%
P/E	6,9	13,6		74,2		22,3	
P/CE	3,8	4,0		6,2		5,2	
P/BV	1,5	1,3		1,3		1,2	
EV/EBITDA	3,8	5,2		6,9		5,5	
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	5,3
MC (cena bieżąca)	352,4
EV (cena bieżąca)	479,3
Free float	24,5%
Zmiana ceny: 1m	*11,8%*
Zmiana ceny: 6m	*101,2%*
Zmiana ceny: 12m	*-28,3%*
Max (52 tyg.)	95,0
Min (52 tyg.)	27,0



Nasza wycena na poziomie 58,8 PLN/akcję została przekroczona. Pomimo pozytywnych oczekiwań w zakresie rozpoczynania nowych budów kubaturowych, w tym mieszkaniowych, zauważamy, że istnieje ryzyko, że wyniki najbliższego kwartału nie zaprezentują istotnej poprawy q/q, nawet mimo przejścia części opóźnionych z uwagi na warunki pogodowe kontraktów z Q2 na Q3 2009. Zwracamy uwagę, że Ulma jest już notowana z 40%-ową premią do wartości księgowej. W przeciwieństwie do firm budowlanych, działalność Ulmy opiera się głównie nie na kapitale ludzkim, lecz rzeczowym (firma jest dzierżawcą majątku). Aby uzasadnić premię do wartości księgowej, należy mieć silne przekonanie dotyczące możliwego wysokiego zwrotu na posiadanym majątku. Na razie tego przekonania nie mamy. Uważamy, że w roku kolejnym może wzrosnąć wykorzystanie sprzętu, nie wzrosną jednak stawki dzierżawy. W okresie boomu w budownictwie wszystkie firmy rozbudowały swoją bazę sprzętową, szalunków na rynku jest więc dużo. Niski wskaźnik EV/EBITDA i wysokie przepływy pieniężne wynikają z charakteru działalności firmy (dzierżawa majątku o 8-letnim czasie amortyzacji). Obniżamy rekomendację do redukuj.

Unibep (Redukuj)

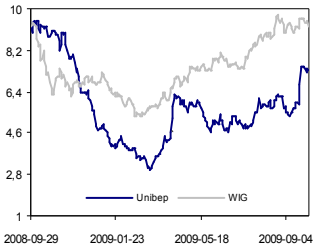
Cena bieżąca: 7,4 PLN **Cena docelowa: 6,1 PLN**

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-10-05

(mln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana
Przychody	407,5	502,9	23,4%	542,5	7,9%	526,5	-3,0%
EBITDA	16,7	33,4	99,6%	28,3	-15,4%	21,8	-22,7%
marża EBITDA	*4,1%*	*6,6%*		*5,2%*		*4,1%*	
EBIT	15,8	31,8	101,3%	23,8	-25,0%	17,3	-27,2%
Zysk netto	11,7	27,6	135,3%	18,1	-34,4%	15,5	-14,8%
P/E	17,0	9,0		13,8		16,1	
P/CE	15,7	8,5		11,0		12,5	
P/BV	12,1	2,4		2,1		1,8	
EV/EBITDA	11,1	5,8		9,7		9,6	
Dyield (%)	0,2	0,0		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	33,9
MC (cena bieżąca)	249,4
EV (cena bieżąca)	274,1
Free float	23,0%
Zmiana ceny: 1m	*27,8%*
Zmiana ceny: 6m	*20,5%*
Zmiana ceny: 12m	*-22,6%*
Max (52 tyg.)	9,5
Min (52 tyg.)	3,0



Zgodnie z oczekiwaniami, Unibep korzysta z poprawy sytuacji w ramach budownictwa mieszkaniowego. Spółka pozyskała już kontrakty z segmentu o wartości 120 mln PLN. Nasze obawy budzi jednak poziom marż – obecnie w budownictwie mieszkaniowym kształtują się one na poziomie 4-7% brutto na sprzedaży, przy czym w celu pozyskania nowych kontraktów spółka akceptuje nawet marże na poziomie 4%. Tak niski poziom marż może negatywnie wpływać na wynik netto spółki już w 2010 roku. W 2009 roku marża brutto za sprzedaży w ramach generalnego wykonawstwa w kraju wyniosła aż 11% (efekt oszczędności kosztowych), w całym roku zaś zgodnie z prognozą wyniesie 8,8%. Portfel zamówień na rok 2010 w ramach generalnego wykonawstwa w kraju to około 242 mln PLN (w najbliższym czasie może wzrosnąć do 307 mln PLN, co gwarantowałoby wykonanie przyszłorocznej prognozy w 93%). Rynek rosyjski jest dla nas wielką niewiadomą. Portfel zamówień w ramach działalności eksportowej na rok 2010 jest w zasadzie równy zero, nasza prognoza zakłada jednak utrzymanie przychodów z 2009 roku. Stosunkowo nieciekawie prezentuje się sytuacja w ramach produkcji konstrukcji lekkich – ze względu na załamanie popytu na rynkach skandynawskich, znacznie wzrosła konkurencja w branży, ilość pozyskiwanych zleceń jest też mniejsza niż oczekiwana. Atrakcyjnie prezentuje się zaś działalność deweloperska – Unibep planuje rozpoczęcie kolejnego (trzeciego) etapu Osiedla Santorini, co wpłynie na poprawę wyniku finansowego w 2011 roku w stosunku do naszych prognoz. Z uwagi na przekroczenie ceny docelowej oraz ryzyko słabych marż w generalnym wykonawstwie w kraju, obniżamy rekomendację do redukuj.

Przychody spadną r/r o 10%

Prezes Mikołuszko zakłada, że przychody spadną w tym roku o 10% r/r. Na rynku rosyjskim część dużych projektów wciąż ma problem ze zdobyciem finansowania, w związku z tym inwestycje te nie zostały rozpoczęte. Prezes zauważa za to poprawę na krajowym rynku mieszkań. W ciągu kilku tygodni spółka poinformuje o nowych zleceniach w sektorze. W ramach segmentu drogowego spółka ma już zakontraktowane prac na rok 2010 o wartości 25 mln PLN. Segment ten wymaga dofinansowania, na co spółka przeznaczy w tym roku 5-10 mln PLN.

Deweloperzy

Segment mieszkaniowy

Wiosną z powrotem ruszy budowa mieszkań

Zdaniem prezesa firmy Hirny DB, wszystkie małe mieszkania, na które jest obecnie największy popyt, już zostały sprzedane. Przedsprzedanych jest 75% lokali z oferty spółki. Oferta firmy wystarczy średnio na pół roku sprzedaży. Do końca roku spółka zakończy wszystkie prowadzone inwestycje. Firmie zostały tylko największe lokale. Nawet w okresie wakacyjnym sprzedaż na rynku zwiększyła się. Dlatego w tej chwili przygotowywane jest 1000 nowych mieszkań w kilku lokalizacjach. Na wiosnę ruszy budowa pierwszych z nich. Firma Hirny DB obecnie buduje bank ziemi, szykuje nowe inwestycje mieszkaniowe. Zdaniem przedstawiciela spółki, tańsze są grunty, usługa budowlana, pozyskanie kredytu nie jest też tak trudne jak było. Prezes MK Inwestycje przyznaje, że dużym pozytywnym zaskoczeniem był sierpień, gdy spółka sprzedała 10% mieszkań ze swojej oferty. Prezes Triton Development przyznaje, że w wakacje spółka sprzedała 15 lokali. Przedstawiciel firmy Arche przyznaje, że w ofercie firmy znajduje się około 200 mieszkań, prawdopodobnie w ciągu 7 miesięcy spółka sprzeda wszystkie lokale. Firma Arche rozpoczęła w tym roku budowę osiedla 58 domów we Włochach, 180 mieszkań w Piasecznie oraz 60 loftów w Łodzi. Spółka buduje też 3-gwiazdkowy hotel na 200 apartamentów w Warszawie. Polnord jeszcze w tym roku chciałby zacząć budowę 10 nowych inwestycji na 1000 mieszkań. Będą to projekty w Sopocie, Łodzi, Olsztynie i Szczecinie. Obecnie spółka sprzedaje miesięcznie 50-60 mieszkań i zdaniem prezesa jest to całkiem przyzwoity wynik. Na początku roku w ofercie spółki znajdowało się 1000 mieszkań, teraz już nie jest to więcej niż 500. Przedstawicielka J.W. Construction przyznaje, że sprzedaż w okresie wakacyjnym była przyjemnym zaskoczeniem, zaś sierpień okazał się najlepszym miesiącem w roku. Spółka liczy, że trend ten się utrzyma. J.W. zamierza rozpocząć nowe projekty. Wiosną ruszą dwa projekty mieszkaniowe przy ul. Światowida i Antoniewskiej, a także projekt w Ożarowie (72 domy jednorodzinne). Przestawiciel Dom Development nadal dosyć ostrożnie wypowiada się na temat sytuacji na rynku, do nowych projektów podchodzi też warunkowo (inwestycje uzależnione są od sytuacji na rynku). Gant zamierza rozpocząć dwie nowe inwestycje we Wrocławiu, jedną w Warszawie oraz centrum handlowe w Bogatyni.

Nowe limity w programie Rodzina na Swoim

Zgodnie z obliczeniami prasowymi, dokonanymi na podstawie informacji przekazanych przez poszczególne urzędy wojewódzkie, wzrosną limity w programie Rodzina na Swoim. Na rynku warszawskim wzrost nastąpi z 7257,6 PLN/m2 do 7699,6 PLN/m2, na rynku wrocławskim z 6295,1 PLN/m2 do 6655,6 PLN/m2, na rynku łódzkim z 5601,4 PLN/m2 do 6043,8 PLN/m2, na rynku krakowskim z 5340,3 PLN/m2 do 6055 PLN/m2, na rynku bydgoskim zaś z 6391 PLN/m2 do 7121,8 PLN/m2. Z ważniejszych w kontekście giełdowych deweloperów miast, jedynie na rynku poznańskim limity spadną z 7244 PLN/m2 do 7063 PLN/m2. W Trójmieście, Szczecinie i Katowicach limity pozostaną praktycznie nie zmienione.

Ceny mieszkań spadną o co najmniej 10% realnie w ciągu roku wg. NBP

Kierownik Zespołu ds. Rynku Nieruchomości w Instytucie Ekonomicznym NBP uważa, że ceny mieszkań spadną realnie w ciągu roku o co najmniej 10%. W ciągu ostatnich miesięcy spadki wyniosły 8-10%. Kontynuacja spadków cen mieszkań wynika z wzrostu ilości mieszkań gotowych na rynku oraz z rosnącej podaży gotowych mieszkań. Stabilizacja na rynku mieszkaniowym wystąpi prawdopodobnie dopiero w 2011 roku. Następny gwałtowny wzrost cen lokali może wystąpić nie wcześniej niż za 15-20 lat.

Segment komercyjny

Czynsze w obiektach biurowych zaczną rosnąć od drugiej połowy 2010 roku?

W drugiej połowie 2009 roku spodziewane są jeszcze spadki czynszów najmu powierzchni biurowej. Sytuacja może się jednak zmienić już w przyszłym roku. Przedstawiciele Colliers International uważają, że w związku z zamrożeniem inwestycji biurowych, czynsze wzrosną o 8-15% już w Q2 2010. Eksperci DTZ sądzą, że stawki wynajmu mogą powrócić do tendencji wzrostowej w drugiej połowie roku 2010. Warunkiem jest jednak poprawa koniunktury gospodarczej i wzrost popytu na powierzchnię w porównaniu do obecnych poziomów. Specjaliści z Jones Lang LaSalle uważają, że zastój inwestycyjny w branży nieruchomości utrzyma się jeszcze w 2009 i prawdopodobnie jeszcze w 2010 roku. Ceny najmu ustabilizują się w połowie przyszłego roku. Zwyżek natomiast przedstawiciele firmy spodziewają się od 2011 roku, początkowo będą jednak one minimalne – nie przekraczające 3% w skali roku.

BBI Development

BBI rozpocznie projekt mieszkaniowy

BBI rozpocznie budowę Domu na Dolnej, apartamentowca na Mokotowie. Obiekt składa się z 50 mieszkań, na których połowę deweloper zdobył dotychczas klientów. Mieszkania kosztują

średnio 10 tys. PLN / m2 (łącznie w inwestycji znajduje się 4000 PUM). Zdaniem prezesa, jeszcze w tym roku BBI rozpocznie budowę Rezydencji Foksal. W budynku o powierzchni 8000 m2 znajdzie się 30 apartamentów (5 tys. m2), biura (1,8 tys. m2) i lokale handlowe (1,2 tys. m2). Spółka kończy wybór generalnego wykonawcy. Ceny budowy spadły o 20-30%. Prace budowlane powinny rozpocząć się w Q4 2009 i potrwać 1,5 roku. Przed końcem roku spółka chce też wprowadzić inwestora do swej inwestycji przy Pl. Unii Lubelskiej. Wówczas fundusz będzie mógł przeszacować wartość swoich udziałów, co przyniesie mu zysk rzędu kilkunastu mln PLN. W najbliższym czasie spółka zamierza znaleźć inwestora, z którym wspólnie zrealizowałaby projekt Koneser.

Gant Development

Sukces emisji obligacji za 18,9 mln PLN

Gant wyemitował obligacje za 18,9 mln PLN. Obligacje podlegają wykupowi 16 lipca 2012 roku. Oprocentowanie nie zostało ujawnione. Celem pozyskanych środków będzie sfinansowanie nowych projektów deweloperskich. Stopa redukcji wyniosła 58,9%.

Gant przeprowadzi emisję akcji pod nowe projekty

Gant zamierza przeprowadzić emisję akcji, w ramach której ze sprzedaży 3 mln nowych akcji z prawem poboru pozyska 30-45 mln PLN. Oznaczałoby to emisję po cenie 10-15 PLN/akcję, podwyższenie kapitału zakładowego o 20%. Pozyskane środki mają posłużyć jako wkład własny w realizacji I etapu osiedla w Warszawie przy ul. Sokołowskiej. W etapie ma powstać 300 mieszkań, cały projekt zaś ma ich liczyć 1000. Jeśli negocjacje z bankami w sprawie pozyskania kredytu powiodą się, mieszkania mogą trafić do sprzedaży w przyszłym roku.

GTC

Właściciel sprzedaje akcje

W wyniku procesu budowy książki popytu, GTC Real Estate Holding zobowiązał się do sprzedaży 6,7 mln akcji spółki po cenie 24 PLN/akcję. W wyniku transakcji udział większościowego akcjonariusza GTC spadł z 46,19% do 43,14%.

Marvipol

Jak dużo można zaoszczędzić na budowie

33 mln PLN będzie kosztowało dokończenie budynku Prosta Tower. Generalnym wykonawcą inwestycji został Warbud, który obecnie, za nieco ponad 7 mln PLN, wykonuje konstrukcję obiektu. Łącznie część nadziemna biurowca będzie, więc kosztowała 40 mln PLN, część podziemna zaś 15 mln PLN. W grudniu 2008 roku spółka powierzyła budowę części nadziemnej biurowca firmie Eiffage Budownictwo Mitex za kwotę 57 mln PLN.

Triton Development

Kolejny „poślizg" w budowie Triton Park

Budowa Triton Park zostanie zakończona dopiero w Q4 2009. Wcześniej spółka liczyła, że uzyska pozwolenie na użytkowanie do końca sierpnia. W umowach zawartych na początku 2007 roku, deweloper obiecywał przekazanie mieszkań najpóźniej do marca 2009 roku. Realizację opóźnił jednak spór z generalnym wykonawcą – Warbudem. W związku z niedotrzymaniem terminu klienci mogli się wycofać i jak przyznaje prezes spółki, część osób z tego terminu skorzystała. Jej zdaniem jednak, kolejny poślizg nie spowoduje nasilenia zjawiska rezygnacji. W przypadku wielu umów spółka zawarła aneksy, wydłużające terminy. We wrześniu upłynął termin spłaty kredytu na realizację inwestycji, prezes liczy jednak na wydłużenie terminu jego spłaty. W lipcu i sierpniu spółka znalazła nabywców na 15 lokali w projekcie. Rewizja budżetu i zaawansowania projektu (deweloper stosuje stan dard MSR 11) spowodowała konieczność rewizji wyników spółki w Q2 2009 (wyniki półroczne były gorsze niż wyniki Q1 2009).

Dom Development (Akumuluj)

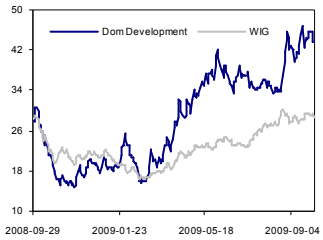
Cena bieżąca: 43,5 PLN **Cena docelowa: 49,8 PLN**

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-28

(mln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana
Przychody	878,8	698,2	-20,6%	634,5	-9,1%	462,3	-27,1%
EBITDA	243,2	168,1	-30,9%	114,1	-32,1%	27,5	-75,9%
marża EBITDA	*27,7%*	*24,1%*		*18,0%*		*6,0%*	
EBIT	241,0	165,7	-31,2%	111,7	-32,6%	25,1	-77,5%
Zysk netto	200,6	136,9	-31,7%	90,0	-34,3%	25,0	-72,2%
P/E	5,3	7,8		11,9		42,8	
P/CE	5,3	7,7		11,6		39,0	
P/BV	1,5	1,6		1,4		1,4	
EV/EBITDA	4,4	8,0		9,6		40,8	
Dyield (%)	0,0	4,7		1,8		0,6	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	24,6
MC (cena bieżąca)	1 068,4
EV (cena bieżąca)	1 095,8
Free float	20,0%
Zmiana ceny: 1m	*1,9%*
Zmiana ceny: 6m	*51,3%*
Zmiana ceny: 12m	*42,6%*
Max (52 tyg.)	47,0
Min (52 tyg.)	14,8



Dom Development na tle branży jest w korzystnej sytuacji, ze względu na duże zasoby kapitałowe oraz niskie zadłużenie (w tym brak zadłużenia pod grunty). Oferta spółki obecnie składa się z 969 mieszkań, czego około 230 lokali to mieszania o podwyższonym standardzie, 40 to domy, zaś pozostałe 700 mieszkań to obecnie chętnie nabywane mieszkania popularne. Przy założeniu utrzymania obecnego trendu wzrostowego w przedsprzedaży mieszkań, oferta w standardzie popularnym może naszym zdaniem spaść do 350 sztuk na koniec roku. Jest to pół roku sprzedaży. Przewidujemy, że Dom Development wprowadzi pod koniec 2009 roku i w roku 2010 ponad 2000 nowych mieszkań do oferty, osiągając w ten sposób prawie 25% udziału w łącznej liczbie mieszkań wprowadzonych do oferty w Warszawie. Możliwości kapitałowe spółki są większe sądzimy, że byłaby ona w stanie finansować budowę nawet do 4000 mieszkań, po sprzedaży mieszkań w bieżących projektach. Niezbędna w tym celu byłaby jednak dywersyfikacja działalności, tak o inne lokalizacje w Warszawie, jak i inne miasta. Zarząd poszukuje aktywnie gruntów, przyznaje jednak, że na razie na rynku prawdziwych okazji ciągle brak. Decyzja o rozpoczęciu inwestycji we Wrocławiu zostaje przesunięta na lata kolejne. Zarząd deklaruje, że będzie dążył do wygładzania wyników spółki w latach 2011+, tzn. rozpoczynane będą najpierw inwestycje o niskim koszcie gruntu. Jednocześnie, sprzedaż projektu Grzybowska nie koniecznie będzie maksymalizowana, w związku z tym można spodziewać się przejściowego załamania wyników w 2010 roku, a następnie ich poprawy w roku 2011. W oparciu o model DCF, wyceniamy akcje Dom Development na 49,8 PLN oraz zalecamy ich akumulowanie.

Dom Development proponuje zamianę mieszkania

Deweloper oferuje swoim klientom zamianę nieruchomości. Posiadana nieruchomość może zostać wyceniona przez rzeczoznawcę współpracującego z Dom Development. Po wycenie bank uruchamia procedurę przyznania kredytu na kwotę odpowiadającą różnicy pomiędzy ceną „nowego" a „starego" mieszkania. Na sprzedaż starego mieszkania i przekazanie pieniędzy bankowi klient ma pół roku. Jest to forma odroczonego wniesienia wkładu własnego.

J.W. Construction (Kupuj)

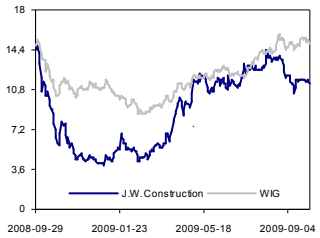
Cena bieżąca: 11,3 PLN **Cena docelowa: 13,6 PLN**

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-28

(mln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana
Przychody	781,1	721,4	-7,6%	846,6	17,4%	1 029,9	21,7%
EBITDA	211,9	158,5	-25,2%	213,4	34,7%	322,7	51,2%
marża EBITDA	*27,1%*	*22,0%*		*25,2%*		*31,3%*	
EBIT	198,6	141,1	-28,9%	193,0	36,7%	301,7	56,3%
Zysk netto	148,1	100,9	-31,9%	159,1	57,7%	253,2	59,2%
P/E	4,0	6,1		3,8		2,4	
P/CE	3,7	5,2		3,4		2,2	
P/BV	1,1	1,9		1,3		0,8	
EV/EBITDA	5,2	7,9		4,7		1,7	
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	54,1
MC (cena bieżąca)	611,6
EV (cena bieżąca)	1 007,1
Free float	18,0%
Zmiana ceny: 1m	*-5,8%*
Zmiana ceny: 6m	*21,2%*
Zmiana ceny: 12m	*-19,8%*
Max (52 tyg.)	14,5
Min (52 tyg.)	4,0



Uważamy, że w przypadku J.W. Construction nie powinno się żywić obaw o skalę przyszłej działalności. Dług netto w wysokości 482 mln PLN (Q2 2009) zostanie spłacony wraz z zakończeniem bieżących projektów deweloperskich. Na uwagę zasługuje fakt, że z 482 mln PLN długu netto, jedynie 17,5 mln PLN to dług zaciągnięty na zakup gruntów, 108 mln PLN zaś to zadłużenie TBS, generującego dodatnie przepływy finansowe (w zasadzie odpowiednik zadłużenia hipotecznego). Szacujemy, że po sprzedaży wszystkich projektów, w spółce zostałoby około 105 mln PLN gotówki netto. W ofercie J.W. znajduje się obecnie około 1300 mieszkań (około 1000 lokali, pomijając nie rozpoczęty projekt Zielona Dolina). Pozornie więc oferta spółki jest na tyle ograniczona, że J.W. powinno rozpocząć nowe inwestycje wtedy, gdy Dom Development, tak jednak nie jest. Ze względu na problem wycofań klientów, szacujemy, że oferta J.W. będzie się kurczyć wolniej niż oferta Dom Development, w efekcie J.W. nowe projekty rozpocznie dopiero w drugiej połowie 2010 roku, zaś rozpozna w wynikach dopiero w 2012 roku. Zwracamy uwagę, że J.W. w przeciwieństwie do Dom Development zajmuje się także działalnością budowlaną, co uwzględniamy w wycenie zakładając dodatkową marżę EBIT na działalności budowlanej w wysokości 3% (założenie jest konserwatywne na tle prognoz wyników branży budowlanej). Portfel zamówień spółki budowlanej J.W. na rok kolejny to 300 mln PLN (nie licząc potencjalnych inwestycji mieszkaniowych i biurowych). Rekomendujemy kupno walorów J.W.

Plany przebudowy J.W. Construction

Główny akcjonariusz i Przewodniczący Rady Nadzorczej, p. Józef Wojciechowski, zdradza, że J.W. Construction czeka przebudowa. Firmy zależne, zajmujące się świadczeniem usług budowlanych i produkcyjnych, mają przekształcić się w niezależną grupę wykonawczą. Właściciel zapowiada zwiększenie skali działalności J.W. w segmencie budownictwa. Grupę miałaby wzmocnić firma drogowa, nad której akwizycją J.W. pracuje. Jest to firma o obrotach rzędu 250 mln PLN. Nie wykluczone, że firma budowlana zostanie wprowadzona na giełdę. Spółka zamierza też zająć się realizacją projektów publicznych, wraz z partnerami z Izraela. Nie wykluczone, że spółka budowlana będzie się starać o zlecenia realizowane przez polsko-izraelskie joint-ventrue. Wojciechowski z umiarkowanym optymizmem patrzy na sytuację na rynku mieszkaniowym. Sytuacja powinna się poprawiać, tak jeśli chodzi o wielkość sprzedaży, jak i ceny. Spółka przygotowana jest na uruchomienie kolejnych inwestycji. Jeszcze w tym roku może wystartować pierwszy etap inwestycji przy ul. Zdziarskiej, w ramach którego powstanie 580 mieszkań. Spółka jest również przygotowana na uruchomienie kolejnej inwestycji na Białołęce – przy ul. Światowida oraz projektu na Mokotowie. Na decyzję o uruchomieniu czekają również kameralne inwestycje w Łodzi, Gdyni i Krakowie, rzędu 100-150 mieszkań każda. Sprzedaż mieszkań wynosi około 100 sztuk miesięcznie.

Właściciel sprzedaje akcje

Pan Józef Wojciechowski, większościowy akcjonariusz J.W. Construction, sprzedał za pośrednictwem podmiotu zależnego EHT z siedzibą w Luksemburgu 2,5 mln akcji dewelopera po cenie 12 PLN/akcję. W efekcie, udział P. Wojciechowskiego w akcjonariacie J.W. spadł z 83,11% do 78,54%.

Polnord (Kupuj)

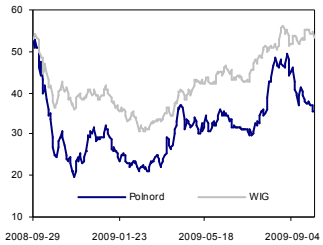
Cena bieżąca: 35,3 PLN **Cena docelowa: 45 PLN**

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-28

(mln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana
Przychody	131,5	391,1	197,4%	256,8	-34,3%	349,4	36,1%
EBITDA	33,0	108,7	229,0%	43,4	-60,1%	33,0	-23,9%
marża EBITDA	*25,1%*	*27,8%*		*16,9%*		*9,5%*	
EBIT	31,4	106,7	239,8%	41,4	-61,2%	31,1	-25,0%
Zysk netto	98,8	77,8	-21,2%	21,7	-72,1%	4,2	-80,5%
P/E	5,0	8,2		36,0		184,4	
P/CE	5,0	8,0		33,0		125,5	
P/BV	0,6	0,7		0,8		0,8	
EV/EBITDA	23,8	11,3		24,2		31,7	
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	22,1
MC (cena bieżąca)	780,5
EV (cena bieżąca)	1 051,1
Free float	36,0%
Zmiana ceny: 1m	*-21,6%*
Zmiana ceny: 6m	*-3,6%*
Zmiana ceny: 12m	*-30,6%*
Max (52 tyg.)	50,9
Min (52 tyg.)	19,8



Polnord jest spółką o bardzo ciekawych aktywach, włączając w to grunty pod budownictwo mieszkaniowe w Wilanowie, czy pod galerię handlową w tej dzielnicy. Centrum handlowe w Wilanowie naszym zdaniem z powodzeniem mogłoby rywalizować o klientów zamieszkałych na południu Warszawy z Galerią Mokotów (GTC). Zgodnie z naszymi prognozami bank ziemi będący w dyspozycji Polnordu może starczyć na aż 8 lat budowania. Mimo to, problemem spółki pozostaje relatywnie duże zadłużenie, przy ograniczonej skali działalności. Mając na względzie poziom kosztów ogólnych, Polnord powinien naszym zdaniem budować rocznie około 1500 mieszkań. Zwracamy uwagę na zmianę priorytetów zarządu - obecnie dążeniem Polnordu stało się rozpoczęcie jak największej liczby projektów, nie zaś zakupy gruntów. Szacujemy, że obecnie wkład własny Polnordu jest niewystarczający do realizacji planów inwestycyjnych. Spółka posiada zadłużenie pod zakup gruntów w wysokości 344 mln PLN. Nawet po sprzedaży wszystkich projektów deweloperskich, dług netto w Polnordzie wyniósłby około 125 mln PLN. Koniecznością jest więc pozyskanie kapitału ze źródeł zewnętrznych, tzn. z emisji obligacji, a także sprzedaży działek, mieszkań o oraz powierzchni biurowej. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Sprzedaż powierzchni biurowej w Nowosybirsku za 14,4 mln PLN

Polnord sprzedał za 14,4 mln PLN dwa piętra biurowca w Nowosybirsku. Nabywcą jest Centrum Radiowej Częstotliwości Syberyjskiego Federalnego Okręgu.

NWZA zdecydowało o emisji obligacji zamiennych

NWZA Polnordu zdecydowało o emisji obligacji zamiennych o łącznej wartości do 200 mln PLN. W celu przyznania praw do objęcia akcji serii Q przez posiadaczy obligacji podwyższony zostanie warunkowo kapitał zakładowy o nie więcej niż 9 mln PLN poprzez emisję i nie więcej niż 4,5 mln akcji o wartości nominalnej 2 PLN.

Handel

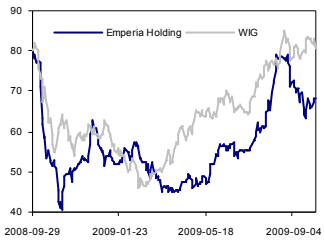
Emperia Holding (Trzymaj)

Cena bieżąca: 68 PLN **Cena docelowa: 70,3 PLN**

Analityk: Kamil Kliszcz
Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-04

(mln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana
Przychody	4 479,6	5 263,1	17,5%	5 668,9	7,7%	6 046,3	6,7%
EBITDA	176,2	152,3	-13,5%	194,2	27,5%	220,5	13,6%
marża EBITDA	*3,9%*	*2,9%*		*3,4%*		*3,6%*	
EBIT	136,2	94,9	-30,3%	128,8	35,7%	142,2	10,4%
Zysk netto	88,4	60,1	-32,0%	92,0	53,1%	102,4	11,2%
P/E	11,6	17,1		11,2		10,0	
P/CE	8,0	8,7		6,5		5,7	
P/BV	1,5	1,4		1,3		1,2	
EV/EBITDA	6,5	8,6		6,7		5,9	
Dyield (%)	2,6	1,3		2,5		3,6	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	15,1
MC (cena bieżąca)	1 027,8
EV (cena bieżąca)	1 303,9
Free float	71,0%
Zmiana ceny: 1m	*-5,9%*
Zmiana ceny: 6m	*49,5%*
Zmiana ceny: 12m	*-11,7%*
Max (52 tyg.)	80,0
Min (52 tyg.)	40,5



Po bardzo dobrym sierpniu, wrzesień przyniósł istotną korektę kursu Emperii (-14% vs. -0,6% na indeksie WIG), co w naszej opinii nie jest uzasadnione. Spółka powinna w kolejnych kwartałach kontynuować poprawę rentowności na podstawowej działalności, widoczną już w raporcie za 2Q. W tym kontekście drugie półrocze będzie lepsze od 1H'09, a wskaźnik EV/EBITDA dla roku 2009 (po oczyszczeniu o jednorazowe zyski ze sprzedaży nieruchomości) oferuje 15% dyskonto do konkurencyjnego Eurocashu. Przy obecnej cenie rynkowej utrzymujemy rekomendację trzymaj, aczkolwiek uważamy że obecnie akcje Emperii wydają się najciekawszą inwestycją spośród spółek FMCG.

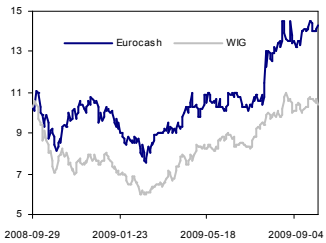
Eurocash (Trzymaj)

Cena bieżąca: 14,28 PLN **Cena docelowa: 9,9 PLN**

Analityk: Kamil Kliszcz
Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-06

(mln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana
Przychody	4 729,4	6 121,7	29,4%	7 399,4	20,9%	7 877,6	6,5%
EBITDA	121,9	158,4	30,0%	186,2	17,5%	205,5	10,4%
marża EBITDA	*2,6%*	*2,6%*		*2,5%*		*2,6%*	
EBIT	85,8	115,5	34,7%	127,3	10,2%	142,1	11,6%
Zysk netto	58,9	78,3	33,0%	105,1	34,3%	117,2	11,5%
P/E	31,0	23,8		17,7		15,9	
P/CE	19,2	15,4		11,4		10,3	
P/BV	7,8	6,6		4,9		4,2	
EV/EBITDA	14,5	11,3		9,2		7,9	
Dyield (%)	1,6	0,6		2,1		2,8	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	130,4
MC (cena bieżąca)	1 862,8
EV (cena bieżąca)	1 719,6
Free float	30,0%
Zmiana ceny: 1m	*5,8%*
Zmiana ceny: 6m	*55,2%*
Zmiana ceny: 12m	*28,6%*
Max (52 tyg.)	14,5
Min (52 tyg.)	7,6



Kurs Eurocash we wrześniu zachowywał się nieco gorzej od szerokiego indeksu (-3,4% vs. -0,6% WIG). Według naszej prognozy (EBITDA na ten rok 186 mln PLN vs. 75 mln PLN po 1H'09) spółka wyceniana jest przy EV/EBITDA na poziomie 9,4. Wydaje się, że potencjał do pozytywnego zaskoczenia w wynikach 3Q nie jest wysoki i stąd obecna waluacja jest naszym zdaniem mało atrakcyjna. Utrzymujemy neutralna rekomendację.

Inne

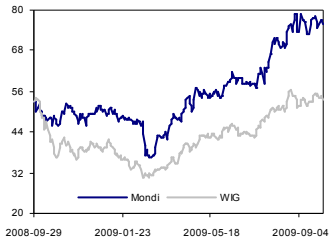
Mondi (Trzymaj)

Cena bieżąca: 67,5 PLN **Cena docelowa: 56 PLN**

Analityk: Michał Marczak
Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-03

(mln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana
Przychody	1 610,4	1 406,3	-12,7%	1 274,3	-9,4%	1 674,1	31,4%
EBITDA	299,0	305,5	2,2%	217,1	-29,0%	400,4	84,5%
marża EBITDA	*18,6%*	*21,7%*		*17,0%*		*23,9%*	
EBIT	194,7	194,7	0,0%	97,1	-50,1%	207,1	113,2%
Zysk netto	246,2	141,2	-42,6%	64,1	-54,6%	145,4	126,7%
P/E	13,7	23,9		52,6		23,2	
P/CE	9,6	13,4		18,3		10,0	
P/BV	3,4	3,2		2,8		2,6	
EV/EBITDA	11,2	12,0		18,8		10,1	
Dyield (%)	8,0	0,0		0,0		0,4	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	50,0
MC (cena bieżąca)	3 375,0
EV (cena bieżąca)	4 078,7
Free float	19,0%
Zmiana ceny: 1m	*3,7%*
Zmiana ceny: 6m	*52,9%*
Zmiana ceny: 12m	*49,0%*
Max (52 tyg.)	79,0
Min (52 tyg.)	36,3



Pomimo przekroczenia naszej ceny docelowej podtrzymujemy neutralną rekomendacje dla akcji spółki. Sytuacja na rynku papierniczym wreszcie poprawia się, co stwarza szansę na podwyższenie tegorocznych i przyszłorocznych prognoz. Ich weryfikacji dokonamy po wynikach spółki za 3Q.

Wzrost cen testinera i flutingu

We wrześniu nastąpił przełom na rynku papieru w Europie. Po raz pierwszy od 1,5 roku ceny papierów do produkcji tektury wzrosły. W ujęciu miesięcznym cena testlinera wzrosła o ponad 7%, flutingu o 8,4%, a kraftliner nie zmienił ceny. Dodatkowo PLN osłabł w stosunku do EUR o 3,4%. Z punktu widzenia spółki dotychczas najważniejszym produktem był kraftliner (51% wolumenu CCM). Zmiana struktury sprzedaży jaka już dokonuje się w br. w efekcie obniżenia cen makulatury, a przede wszystkim uruchomienie nowej maszyny papierniczej (październik br.) powoduje, że w przyszłym roku udział kraftlinera spadnie do 33% a wzrośnie udział testlinera (45%). Zaskakuje nas dynamika wzrostu. W naszych dotychczasowych prognozach zakładaliśmy, że cena testlinera osiągnie poziom 295 EUR/t (293 EUR/t obecnie) dopiero na przełomie 2 i 3Q2010 roku. Utrzymanie się cen na obecnym poziomie oznacza weryfikację naszych prognoz i ceny docelowej w górę.

Rusza nowa maszyna papiernicza

Jak wynika z wypowiedzi przedstawicieli spółki w przyszłym miesiącu – zgodnie z harmonogramem – zostanie uruchomiona produkcja na nowej maszynie papierniczej (roczna wydajność 470 tys. ton). Informacja oczekiwana, bez wpływu na kurs. Kluczowe pozostaje ocenienie przy jakich kosztach jednostkowych zostanie uruchomiona produkcja na nowej maszynie w pierwszym roku jej funkcjonowania oraz jak w przyszłości będą zachowywały się ceny testlinera na rynku europejskim.

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 Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, 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

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 Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczuk@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:

Budimex

rekomendacja	Kupuj	Trzymaj	Trzymaj	Akumuluj	Akumuluj
data wydania	2009-02-27	2009-04-02	2009-05-11	2009-08-14	2009-09-09
kurs z dnia rekomendacji	56,00	66,35	74,00	69,50	70,40
WIG w dniu rekomendacji	21923,27	24145,69	29698,36	35998,12	37261,23

BZ WBK

rekomendacja	Zawieszona	Kupuj	Kupuj	Kupuj	Kupuj	Akumuluj	Akumuluj
data wydania	2009-01-06	2009-01-12	2009-01-23	2009-03-05	2009-04-07	2009-05-06	2009-05-20
kurs z dnia rekomendacji	116,40	111,80	86,00	70,00	80,50	94,00	94,00
WIG w dniu rekomendacji	28331,88	27680,04	24932,01	22719,61	26410,72	29777,06	30312,26

cd BZ WBK

rekomendacja	Akumuluj	Redukuj	Kupuj
data wydania	2009-06-30	2009-08-05	2009-08-24
kurs z dnia rekomendacji	90,80	124,10	131,00
WIG w dniu rekomendacji	30525,72	35363,92	37915,39

Kredyt Bank

rekomendacja	Zawieszona	Sprzedaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj	Kupuj
data wydania	2009-01-06	2009-01-12	2009-01-23	2009-02-03	2009-03-05	2009-08-24
kurs z dnia rekomendacji	11,80	10,93	6,70	5,98	4,90	10,10
WIG w dniu rekomendacji	28331,88	27680,04	24932,01	23908,36	22719,61	37915,39

Millennium

rekomendacja	Zawieszona	Trzymaj	Kupuj	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Sprzedaj
data wydania	2009-01-06	2009-01-12	2009-02-03	2009-03-05	2009-04-02	2009-05-06	2009-05-12
kurs z dnia rekomendacji	2,85	2,68	2,02	1,43	1,84	2,78	2,42
WIG w dniu rekomendacji	28331,88	27680,04	23908,36	22719,61	24145,69	29777,06	29463,99

cd Millennium

rekomendacja	Trzymaj
data wydania	2009-08-24
kurs z dnia rekomendacji	5,05
WIG w dniu rekomendacji	37915,39

PBG

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj	Trzymaj	Redukuj	Trzymaj
data wydania	2009-03-09	2009-03-09	2009-05-13	2009-06-04	2009-08-14
kurs z dnia rekomendacji	207,00	207,00	208,30	222,00	235,00
WIG w dniu rekomendacji	22948,51	22948,51	30162,14	31030,61	35998,12

Pekao

rekomendacja	Zawieszona	Akumuluj	Kupuj	Kupuj	Akumuluj	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2009-01-06	2009-01-12	2009-02-03	2009-03-05	2009-05-06	2009-05-13	2009-08-05
kurs z dnia rekomendacji	134,90	123,00	104,10	81,70	123,60	118,00	137,50
WIG w dniu rekomendacji	28331,88	27680,04	23908,36	22719,61	29777,06	30162,14	35363,92

cd Pekao

rekomendacja	Akumuluj
data wydania	2009-08-24
kurs z dnia rekomendacji	141,00
WIG w dniu rekomendacji	37915,39

Ulma Construccion Polska

rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj	Trzymaj	Zawieszona	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2009-03-05	2009-05-26	2009-07-03	2009-08-05	2009-08-14	2009-09-04
kurs z dnia rekomendacji	29,00	37,90	40,50	47,50	50,90	60,00
WIG w dniu rekomendacji	22719,61	29197,11	30252,24	35363,92	35998,12	36009,43

Unibep

rekomendacja	Akumuluj	Kupuj	Kupuj	Trzymaj	Trzymaj	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2009-01-09	2009-02-03	2009-03-19	2009-05-06	2009-05-26	2009-08-14	2009-09-04
kurs z dnia rekomendacji	4,69	4,12	3,59	5,87	5,10	5,90	5,75
WIG w dniu rekomendacji	28200,15	23908,36	22892,30	29777,06	29197,11	35998,12	36009,43

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

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Nepentes, Optopol, Pemug, Polimex-Mostostal, Torfarm.
DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: 05 NFI, Agora, Ambra, Arkus, ASPA, Bakalland, BIAFORM, BRE Bank, Cegielnie Bydgoskie, Centromor, Computerland, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Energoaparatura, Erbud, ERGIS-EUROFILMS, Es-System, Farmacol, FAT, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Intergroclin Auto, Izo-Erg, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odlewnia Żeliwa, Odratrans, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Przedsiębiorstwo Robót Kolejowych 7, RYFAMA, Seco Warwick, Skarbiec Nieruchomości, Sygnity, Torfarm, Unibep, WAN, WSiP, ZA Puławy, ZUGIL.
Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Niniejszy Przegląd Miesięczny zawiera tylko i wyłącznie informacje uprzednio już opublikowane przez DI BRE Banku S.A. i stanowi jedynie ich zbiorcze i niezmienione udostępnienie. Informacje, w tym rekomendacje, o których mowa w Przeglądzie Miesięcznym zostały zamieszczone w oddzielnych raportach, których daty wydania znajdują się na stronie 8 Przeglądu Miesięcznego. Zestawienie zmian rekomendacji, dokonanych w Przeglądzie Miesięcznym, znajduje się na stronie 9 niniejszego opracowania.
W związku z powyższym - w ocenie DI BRE Banku S.A. - Przegląd Miesięczny nie jest rekomendacją w rozumieniu Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów.
Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:
DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu
Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.